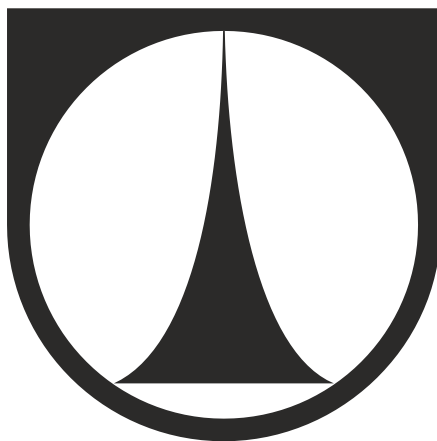


TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2013

Bc. Matúš Kuchálik

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta

Studijní program: **N 6208 – Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**

Porovnanie oceňovacích metód a ich uplatnenie pri ocenení vybraného podniku

Comparison of Valuation Methods and their Implementation in Valuation of Chosen Company

DP – PE – KFÚ – 2013 – 25

Bc. Matúš Kuchálik

Vedoucí práce: Ing. Josef Horák, Ph.D., Katedra financí a účetnictví
Konzultant: Ing. arch. David Charousek, člen představenstva, 1. Znalecká a.s.
Počet stran: 113 Počet příloh: 4
Datum odevzdání: 10. května 2013

Prehlásenie

Bol som zoznámený s tým, že na moju diplomovú prácu sa plne vzťahuje zákon č. 121/2000 Sb. o práve autorskom, hlavne § 60 – školní dílo.

Beriem na vedomie, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mojich autorských práv užitím mojej diplomovej práce pre vnútornú potrebu TUL.

Pri použití diplomovej práce alebo pri poskytnutí licencie k jej využitiu, som si vedomý povinnosťou informovať o tejto skutočnosti TUL; v tomto prípade má TUL právo odo mňa požadovať úhradu nákladov, ktoré vynaložila na vytvorenie diela, až do ich skutočnej výšky.

Diplomovú prácu som vypracoval samostatne s použitím uvedenej literatúry a na základe konzultácií s vedúcim diplomovej práce a konzultantom.

V Liberci 10. mája 2013

Matúš Kuchálik

Anotácia

Diplomová práca sa zaoberá problematikou ocenenia podniku v prostredí českej legislatívy. V teoretickej časti sa konkrétne zameriava na charaktarestiku a následné porovnanie jednotlivých metód najčastejšie používaných pri ocenení podniku v praxi. V dôsledku toho, že každý prístup oceňovania je špecifický, práca hľadá odpoveď na otázku, kde sa metóda výnosová, majetková, komparančná a kombinovaná využíva, s akými predpokladmi a za akým účelom. Objasňuje aj význam finančnej analýzy ako jedného z dôležitých krokov pri oceňovaní a určovaní výkonnosti podniku. V praktickej časti sa po vykonaní strategickej a finančnej analýzy aplikujú jednotlivé vhodné metódy na vybraný podnik ABC, s.r.o. Výsledky práce v závere umožnia pochopiť, prečo a kde je vhodné jednotlivé metódy použiť, a tým práca priblíži pohľad na sféru, ktorej význam v dnešnom prostredí rastie.

Kľúčové slova

Finančná analýza, oceňovanie, oceňovacie metódy, výnosová metóda, majetková metóda, kombinovaná metóda

Annotation

The thesis reflects on issue of valuation of company in czech legislation system. In theoretical part it focuses on description and comparison of concrete methods, which are most often used in valuation of a company in praxis. Every approach of valuation is very specific, that's why, the thesis is looking for answers on questions, where yield, equity, combined and comparative methods can be used, what is the purpose of using them and which premises has to be considered. It also explains importance of financial analysis as one of the most important steps in evaluation of the company. In the practical part is company analyzed from strategic and financial view and then are concrete selected methods used for company ABC, s.r.o. In the final part of this work, results of the thesis are able to explain why, where and for what reason is best to use each of selected methods. The thesis provides closer look to the profession of advisors, whose importance grows in today's world more rapidly than ever.

Key Words

Financial analysis, valuation, valuation methods, yield methods, equity methods, combined methods

Obsah

Zoznam skratiek	11
Zoznam tabulek	12
Zoznam obrázkov	14
Úvod	15
1 Obecné základy oceňovania podniku.....	17
1.1 História.....	17
1.2 Hodnota a cena v oceňovaní.....	19
1.3 Hladiny hodnoty podniku.....	20
1.4 Dôvody oceňovania podniku.....	22
1.5 Schéma základného postupu pri oceňovaní podniku.....	23
2 Faktor rizika a času.....	26
2.1 Faktor času.....	26
2.2 Faktor rizika.....	27
2.2.1 Riziká spojené s podnikateľskou činnosťou.....	27
2.2.2 Systematické a nesystematické riziko.....	31
2.3 Diskontná miera a riziko.....	31
3 Prehľad metód ocenenia.....	33
3.1 Výnosová metóda.....	33
3.1.1 Metódy diskontovaných peňažných tokov.....	35
3.1.2 Metóda kapitalizovaných peňažných ziskov.....	41
3.1.3 Rekapitulácia výnosových metód - výhody a nevýhody.....	45
3.2 Majetková metóda	47
3.2.1 Účtovná metóda.....	47
3.2.2 Substančná metóda.....	47
3.3 Komparatívna metóda.....	50
3.4 Kombinovaná metóda.....	51
3.4.1 Metóda strednej hodnoty (Schmalenbachová metóda).....	51
4 Finančná analýza a jej význam pre ocenenie.....	52
4.1 Zdroje informácií pre finančnú analýzu.....	53
4.2 Ukazovatele finančnej analýzy.....	54

4.2.1	Fundamentálna analýza.....	54
4.2.2	Technická analýza.....	55
5	Ocenenie podniku výnosovou metódou.....	64
5.1	Obecné predpoklady a charakteristiky.....	64
5.1.1	Charakteristika spoločnosti.....	65
5.2	Strategická analýza.....	65
5.2.1	Vymedzenie relevantného trhu.....	66
5.2.2	Analýza atraktivity trhu.....	66
5.2.3	Vývoj trhu.....	68
5.2.4	Analýza konkurencie a vývoj tržieb.....	69
5.2.5	Analýza vnútornej sily spoločnosti.....	70
5.2.6	Odvodenie záverov k perpektívnosti podniku.....	72
5.3	Finančná analýza.....	73
5.3.1	Majetková štruktúra podniku.....	73
5.3.2	Pomerové ukazovatele.....	75
5.3.3	Rýchly test a záver finančnej analýzy.....	78
5.4	Generátory podniku.....	78
5.4.1	Korigovaný provozný výsledok hospodárenia.....	79
5.4.2	Provozná zisková marža.....	80
5.4.3	Pracovný kapitál.....	84
5.4.4	Investície do dlhodobého majetku.....	86
5.4.5	Finančný plán.....	88
5.5	Ocenenie na základe metódy DCF.....	92
5.5.1	Koeficient beta.....	93
5.5.2	Priemerná riziková prémie.....	93
5.5.3	Náklady vlastného kapitálu.....	93
5.5.4	Priemerné náklady kapitálu - WACC.....	94
5.5.5	Odhad tržnej hodnoty.....	95
6	Ocenenie podniku majetkovou metódou.....	98
6.1	Precenenie aktív.....	98
6.2	Precenenie pasív.....	101
6.3	Rekapitulácia účtovnej, substančnej a výnosovej metódy.....	103

Záver	106
Zoznam použitej literatúry	108
Zoznam príloh	113

Zoznam skratiek

APV	Adjusted present value
CAPM	Capital assets pricing model
DCF	Discounted cash flow
EAT	Earnings after taxes
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBT	Earnings before taxes
EVA	Economic value added
FCFE	Free cash to the equity
FCFF	Free cash flow for firm
IVS	International Valuation Standards
KCV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozný výsledok hospodárenia
MVA	Market value edit
NOPAT	Net operating profit after taxes
ROA	Return on assets
ROE	Return on equity
ROI	Return on investment
VOR	Výpis z obchodného registra
WACC	Weighted average cost of capital

Zoznam tabuliek

Tab. 1: Základné kategórie pojmov	22
Tab. 2: Analýza výnosových metód v ČR.....	35
Tab. 3: Postup výpočtu FCFF.....	36
Tab. 4: Postup výpočtu korigovaného provozného zisku.....	37
Tab. 5: Postup výpočtu FCFE.....	39
Tab. 6: Stupnica hodnotenia finančnej situácie podniku.....	63
Tab. 7: Vývoj výroby a predaja osobných automobilov v ČR.....	66
Tab. 8: Bodové hodnotenie atraktivity trhu.....	68
Tab. 9: Vývoj a prognóza HDP v ČR.....	68
Tab. 10: Vývoj a prognóza nezamestnanosti v ČR	68
Tab. 11: Vývoj a prognóza inflácie v ČR.....	68
Tab. 12: Vývoj a prognóza reálnej mzdy	68
Tab. 13: Vývoj a prognóza spotreby domácností	69
Tab. 14: Prognóza vývoja predaja vozov v ČR.....	69
Tab. 15: Odhad minulých tržných podielov	69
Tab. 16: Bodové hodnotenie kvality managementu	71
Tab. 17: Historický a budúci vývoj tržieb v spoločnosti ABC, s.r.o.....	73
Tab. 18: Horizontálna analýza spoločnosti	74
Tab. 19: Vertikálna analýza spoločnosti.....	75
Tab. 20: Ukazovatele rentability	76
Tab. 41: Voľné cash flow pre 1. fázu	95
Tab. 42: Pokračujúca hodnota	96
Tab. 43: Investovaný provozne nutný kapitál	96
Tab. 44: Gordonov vzorec	97
Tab. 45: Výnosové ocenenie DCF metódou.....	97
Tab. 46: Substančné ocenenie stálych aktív	99
Tab. 47: Substančné ocenenie zásob	99
Tab. 48: Precenenie pohľadávok	100
Tab. 49: Substančné ocenenie krátkodobých pohľadávok	100
Tab. 50: Substančné ocenenie dlhodobých pohľadávok	100

Tab. 51: Substančné ocenenie finančného majetku.....	101
Tab. 52: Substančné ocenenie ostatných aktív	101
Tab. 53: Substančné ocenenie zákonných rezerv	101
Tab. 54: Substančné ocenenie krátkodobých záväzkov	102
Tab. 55: Substančné ocenenie dlhodobých záväzkov	102
Tab. 56: Substančné ocenenie bankovních úverov.....	103
Tab. 57: Substančné ocenenie ostatných pasív.....	103
Tab. 58: Porovnanie substančnej a účtovnej metódy	104
Tab. 59: Prehľad výsledkov jednotlivých metód.....	104

Zoznam obrázkov

Obr. 1: Postup pri oceňovaní podniku	25
Obr. 2: Príčinné súvislosti u provozného rizika	29

Úvod

Diplomová práca sa venuje problematike oceňovania podniku a porovnania množstva metód, pomocou ktorých sa dá ocenenie vykonať. Ich porovnanie a následne praktické využitie poskytne prehľad ako sa v tejto dnešnej významnej a aktuálnej problematike orientovať. Autor sa nebude zaoberať detailne metódami a ani možnosťami finančnej analýzy, ktoré nemajú v praxi značné využitie pri oceňovaní podniku. Téma diplomovej práce bola zvolená z dôvodu jej aktuálnosti a častej potreby oceňovania podnikov vyplývajúcej z rôznych dôvodov. Pri tvorení diplmovej práci budú využívané poznatky z rôznych zdrojov a z rôznych časových období, nakoľko základy, na ktorých stavia a z ktorých čerpá aj súčasná prax v prostredí Českej republiky boli vytvorené už koncom minulého storočia. Postupným vývojom sa zdokonaľovali a vyvíjali a tento proces trvá až dodnes. Cieľom práce bude porovnať jednotlivé metódy ocenenia, príčiny ich rozdielneho postupu oceňovania a zároveň tak aj popis ich odlišného využitia a následne prevedenie týchto teroretických poznatkov v praxi na ocenení podniku ABC, s.r.o. Práca tiež vysvetlí význam finančnej analýzy ako dôležitej časti pri tvorbe ocenenia podniku, ktorá dopomáha správne odhadnutiu možného vývoja finančnej situácie spoločnosti.

Diplomová práca sa v prvej kapitole bude venovať historickému vývoju oceňovania, hlavne ako sa vývoj vnímania hodnoty v čase menil a ako jednotlivé ekonomické školy prispievali svojimi názormi k vytvoreniu základov teórie hodnoty, ktorá je používaná aj v súčasnosti. Prvá kapitola bude ďalej pozostávať z charakteristiky podniku ako hodnoty a opisu jednotlivých úrovni hodnôt, ktorými podnik môže byť vnímaný. Postup oceňovania podniku poskytne prehľad o tom, čo je potrebné pre správne a úspešné oceňovanie vykonať.

V druhej kapitole sa práca bude zameriavať na rozdelenie metód, ktoré sa v českej legislatíve používajú a to na: výnosové, majetkové, komparatívne a kombinované. Ich následná charakteristika a spôsoby výpočtu poskytnú podrobný prehľad o tom, ako tieto metódy fungujú a pri akých situáciách je ich vhodné použiť.

V ďalšej teoretickej časti sa bude práca zameriavať na finančnú analýzu, ako dôležitú časť postupu oceňovania, ktorá poskytuje znalcovi dôležité informácie o hospodárení podniku, o jeho vývoji z minulosti a možného smerovania do budúcnosti, čo je hlavne pre výnosovú metódu nesmierne významné.

Po teoretickom spracovaní sa autor bude zameriavať na uplatnenie metód v spoločnosti, ktorá o ocenenie požiadala za účelom možného predaja podniku investorovi. V tejto časti bude tiež prevedená strategická analýza, ktorá slúži ako ďalší významný krok pri určovaní budúceho potenciálu podniku. Po strategickej analýze sa uskutoční oceňovanie vybranými metódami tak, aby práca poskytla pohľad na ich odlišnosti aj v praxi.

Metodológia diplomovej práce sa skladá z niekoľkých statí. V prvej stati sa zameriava na základné javy, pojmy oceňovania a historický vývoj hodnoty a jeho terajší význam vo vzťahu k súčasnému oceňovaniu. V ďalšej prebieha analýza faktorov času a rizika, ktoré majú na ocenenie vplyv, deskripcia oceňovacích metód, ich postup a napokon charakteristika finančnej analýzy. Na základe syntézy teoretických poznatkov sa indukuje obraz o postupe ocenenia podniku. Následnou dedukciou sa v poslednej stati podnik ocenení a v závere sa zhrnú výsledky práce.

1 Obecné základy oceňovania podniku

Predtým ako prebehne charakteristika jednotlivých metód a ocenenie podniku, je potrebné spomenúť z akých historických základov dnešné oceňovanie vychádza, ďalej čo to vlastne je podnik, prečo sa podnik oceňuje a aké úrovne hodnôt sa dajú pri oceňovaní rozlišovať. Tieto základné charakteristiky tak umožnia lepšie pochopiť vzájomné súvislosti potrebné k správne mu oceneniu.

1.1 História

Teória oceňovania rozlišuje základne pojmy ceny a hodnoty inak ako bežná ekonómia. Historicky si tieto dva pojmy prešli rôznymi konceptmi. Prvé polemiky o výstavbe hodnoty podniku sa datujú do obdobia starého Grécka. Aristoteles sa už vtedy zamýšľal o ekvivalencii zmeny, čím načal nákladovú teóriu hodnoty. Jednotlivým statkom prirad oval hodnotu na základe ich charakteristických vlastností. Pokúšal sa riešiť situáciu, výmeny statkov tak, aby sa zameniali statky s rovnakou hodnotou. Nákladová teória bola ďalej rozvíjaná W. Pettym, ktorého teória vychádzala z dĺžky pracovného času potrebného k výrobe tovaru a jeho následnej preprave na trh, čo v konečnom dôsledku vytváralo vnútornú hodnotu tovaru. V 18. storočí bola hodnota reprezentovaná podľa klasickej ekonomickej teórie výrobnými nákladmi na výrobok. A. Smith pokračoval v rozpracovávaní vnútornej hodnoty tovaru. Hodnotu považoval za objektívnu a hlavne nezávislú na ocenení, ktorou ju oceňoval spotrebiteľ. A. Smith dospel k záveru, že existuje rozdiel medzi úžitkovou a zmennou hodnotou, ktorú nazýval prirodzenou hodnotou, danou prirodzenou mzdou a prirodzenou mierou zisku. Tieto hodnoty boli chápané nezávislé, čo bolo neskôr vyvrátené marginalistickou revolúciou. Nákladovú teóriu ďalej rozpracovávali J. S. Mill a K. Marx, ktorí vo svojich úvahách stanovili nákladovú teóriu ako dostatočne rozpracovanú. Tržná cena bola podľa ich názoru vytváraná ponukou a dopytom, zatiaľ čo hodnota len nákladmi. Preto z krátkodobého pohľadu mohli ceny okolo hodnoty fluktuovať. Na prelome 18. storočia D. Ricardo a T. Maltusem začali rozpracovávať teóriu tvorby hodnoty na základe výnosov. D. Ricardo ďalej rozdelil hodnotu tovaru na zmenu a úžitkovú (Holman, 1999).

Prelom vo vývoji teórie hodnoty nastal v rámci marginalistickej revolúcie v sedemdesiatych rokoch deväťnástneho storočia, keď sa vývoj teórie hodnoty odklonil od vnímania objektívnej tržnej hodnoty. Princíp spočíval v predpoklade, že hodnota závisí len na subjektívnej medznej užitočnosti, ktorá bola prisudzovaná spotrebiteľom. Tento princíp využil aj J. R. Hicks, ktorý nahradil pojem, medzná užitočnosť statku, medznou mierou substitúcie, čím rozvinul teóriu hodnoty v zmysle teórie chovania spotrebiteľa. (Sojka, 2000).

Koncom 19. storočia je významným predstaviteľom cambridgskej školy A. Marshallom zavádzaný pojem rovnovážna a nerovnovážna cena namiesto dovtedy používaných pojmov ako hodnota a prirodzená cena. Rovnovážnu cenu v jeho poňatí determinujú dopyt ako aj ponuka. Ponuka je tvorená odvodenými medznými nákladmi a dopyt odvodenou medznou užitočnosťou. Hodnota je tvorená dopytom založenom na úžitku. Hlavným problémom je však chápanie medznej užitočnosti. V Marshallovom poňatí tržné ceny nekolíšu okolo prirodzených hodnôt produktov, ale nerovnovážne ceny kolíšu okolo hodnoty rovnovážnej. Hodnota (rovnovážna tržná cena) je tak určená dopytom ako aj ponukou. V tomto fungujúcom svete, v ideálnom prostredí môžu byť cena, náklady aj hodnota na rovnakej úrovni. Menej známy je fakt, že A. Marshall sa tiež zaoberal oceňovaním nemovitostí, čím položil základy súčasnému poňatí tohto oboru (Sedláček, 2011).

V súčasnosti je tvorba hodnoty dávaná zväčša do súvislosti s úžitkom. Úžitok je chápaný ako schopnosť majetku uspokojovať ľudské potreby. Prianie k uspokojeniu potrieb nestačí, pretože je podmienené efektívnou kúpnu silou, teda schopnosťou účastníkov trhu zaplatiť za produkty či služby peňažný ekvivalent – cenu. Cena je konkrétne pevné číslo. Hodnota je návrh či názor. Hodnotu sa v subjektívnom chápaní považuje ako úžitková hodnota pre daného konkrétneho vlastníka. Hodnota v objektívnom zmysle neexistuje. Ďalším významným krokom vo vývoji hodnoty bol náhľad neoklasickej školy. Teória hodnoty vychádzala z racionálnych očakávaní spotrebiteľa. Vychádza z úžitku, vzácnosti, prání a efektívnej kúpnej sily v rámci trhu s fungujúcou ponukou a dopytom. (Zazvonil, 1996).

Tržná hodnota pre účely praktického oceňovania môže existovať nezávisle na vôli oceňovateľa a oceňovaného subjektu a tržná cena vo forme odhadu tržnej hodnoty nezávislej na našom vedomí. Tržná rovnovážna cena je subjektívna, pretože sa odvíja

od subjektívneho pocitu užitočnosti, ktorý konkrétnemu pocitu prisudzujú tvorcovia trhu. Zároveň je táto cena objektívna, pretože v danom čase na určitom mieste existuje (Mařík, Krabec; 2006).

Po zhrnutí základných názorových prúdov z dejín ekonomických teórií je možné objektívnu vnútornú hodnotu produktu determinovať nákladmi na jeho výrobu. Na druhej strane subjektívna teória odvodzuje hodnotu od užitočnosti prisúdennej konkrétnemu statku od konkrétného spotrebiteľa (Mařík, Krabec; 2006). Princípom tohoto posledného štádia teórie hodnoty je stotožnenie s hodnotou výnosovou. Hodnota aktíva je chápaná v zmysle očakávaných budúcich výnosov, ktoré plynú z držania ich majiteľovi. Najvhodnejšie je peňažné vyjadrenie týchto budúcich úžitkov prostredníctvom čistých peňažných príjmov, pričom meranie pomocou výsledkov hospodárenia sa považuje za menej presné (Mařík, 2005).

1.2 Hodnota a cena v oceňovaní

Pre oceňovanie podniku sú zväčša používané rôzne definície, napr. určenie hodnoty, stanovenie hodnoty, výpočet hodnoty a pod., cieľom je však vyjadrenie hodnoty podniku pomocou peňažného ekvivalentu. To, ako sa oceňuje, závisí od účelu oceňovania. Pri oceňovaní však neexistuje univerzálne riešenie, pretože každý podnik môže byť považovaný za jedinečný originál. Výsledok procesu ocenenia je teda závislý od rôznych faktorov, ktoré môžu výslednú hodnotu ovplyvniť (účel, skúsenosti odhadcu, kvalita a dostupnosť informácií aj.).

Rada koncepcií o teórii hodnoty, či ceny známych ekonomických teórií je prekonaná i vďaka tomu, že nie sú uplatniteľné v praxi. Pre potreby oceňovania vyjadruje definícia hodnoty vzťah medzi určitým subjektom a objektom za predpokladu racionálneho správania a má dve základné stránky:

- úžitkovú hodnotu podniku, to znamená, že podnik je schopný prinášať určitý úžitok v budúcnosti. Predpoklad tejto užitočnosti vytvárajú rôzne kombinácie a usporiadania jednotlivých prvkov. Táto hodnota je subjektívna, individuálna pre každého vlastníka podniku,

- zmenná hodnota podniku by mala byť objektívnou hodnotou, pretože je výsledkom stretu ponúk kupujúcich a predávajúcich. Pri podniku je však táto podmienka veľmi ťažko dosažiteľná a práve vďaka rôznym modelom sa určuje cenový základ pre cenové jednanie.

Hodnota podniku je daná očakávanými budúcimi príjmami na úrovni vlastníkov alebo investorov a následne diskontovaná na ich súčasnú hodnotu. Hodnota podniku je teda určená ako viera v budúcnosť vyjadrená v peniazoch. Na základe tohto základného paradigmatu je hodnota podniku stotožnená s výnosovým princípom oceňovania (Mařík, 2003)

Hodnota podľa medzinárodných štandard oceňovania (ďalej len IVS) sa od skutočnosti líši a je charakterizovaná ako odhad pravdepodobnej ceny, ktorá má byť zaplatená za produkty či služby v danej dobe v súlade s konkrétnou definíciou hodnoty. Hodnota je v podstate stotožnená s tržnou hodnotou na ktorej sa dohodli účastníci obchodu.

Cena je podľa IVS vnímaná ako čiastka požadovaná, ponúkaná alebo zaplatená za služby či statky.

Z hľadiska teórie oceňovania majetku je podnik chápaný ako funkčný ekonomický celok, ktorý plný svoj základný účel.

1.3 Hladiny hodnoty podniku

Hladinou sa rozumie miera započítateľnosti jednotlivých prvkov v systéme podniku. Teória oceňovania rozdeľuje hodnoty na brutto a netto.

Hodnota brutto – hodnota podnikateľského celku vyjadrená ako pre vlastníkov, tak aj pre veriteľov. Pri aplikácii výnosových metód je v medzinárodnej terminológii nazývaná ako hodnota Entity.

Hodnota netto – oceňovanie na úrovni vlastníkov podniku. Ide o ocenenie vlastného kapitálu podniku. Pri aplikácii výnosových metód je nazývaná ako hodnota Equity (Sabolovič, 2011).

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodný zákonník vymedzuje hladiny hodnôt podniku nasledovne:

Hodnota brutto je podľa paragrafu 6 odst. 1) definovaná ako obchodný majetok. Súhrný pohľad však podáva paragraf 5 odst. 2), v ktorom sa označuje ako obchodné imanie.

Hodnota netto je udaná paragrafom 6 odst. 3) ako čistý obchodný majetok. Tým sa myslí obchodný majetok po odčítaní záväzkov vzniknutých pri podnikaní ak je fyzickou osobou, alebo všetkých záväzkov ak je právnickou osobou. S hodnou netto je spojený aj paragraf 6 odst. 4), kde je vlastný kapitál vymedzený ako vlastné zdroje financovania obchodného majetku.

Pri charakteristike čistého obchodného majetku a vlastného kapitálu existujú rozdiely v spôsobe oceňovania a aj v zahrňovaní rozdielných položiek do týchto kategórií. Vlastný kapitál sa oceňuje podľa účtovných pravidiel, kde rozhodujúcu váhu majú stále historické ceny. Čistý obchodný majetok treba chápať vo väzbe na reálnu hodnotu podniku. V Českej republike je to obvyklý cieľ pri ocenení netto (Mařík, 2003).

Rozdiely sú hlavne v zachytení hodnoty nasledujúcich položiek (Mařík, 2007):

- goodwill,
- nehmotný dlhodobý majetok,
- pohľadávky,
- rezervy.

Väčšina pojmov teórie oceňovania pochádza z anglicky či nemecky hovoriacich krajín a dochádza tak k nejasnostiam pri interpretácii základných pojmov. Tab. 1 vyjadruje vzťahy medzi legislatívnymi pojmami.

Tab. 1: Základné kategórie pojmov

Právne pojmy	Účetné pojmy	Teória oceňování
Obchodný majetek	Aktiva celkem	Hodnota brutto (Entity)
Obchodné imanie Obchodný majetok – Závazky	Aktiva celkom + Cudzie zdroje + Ostatné pasíva	
Čisté obchodné imanie Obchodný majetok – Závazky	Aktiva celkom – Cudzie zdroje – Ostatné pasíva Vlastný kapitál	Hodnota netto (Equity)

Zdroj: Sabolovič, M. Stanovení hodnoty podniku, s. 13.

1.4 Dôvody ocenenia podniku

Potreba oceňovania v Českej republike sa objavila v súvislosti s prechodom centrálne riadenej ekonomiky k tržnému systému. Po dlhom období v centrálne riadenom systéme sa objavila potreba ocenenia nielen účtovného, ktoré bolo dovtedy používané, ale aj ocenenia tržného a to hlavne v súvislosti s privatizáciou. Potreba oceňovať však ukázala medzery ako v ekonomickej teórii tak aj v praxi. V súvislosti s privatizáciou, ktorej cieľom bolo zaistiť, aby štát dovtedy výhradný väčšinový vlastník predával zodpovednosť súkromným vlastníkom, ktorí budú majetok spravovať, sa stala tržná hodnota podniku vysoko aktuálna (Kislingerová, 2001).

V súčasnosti, v dobe zložitej hospodárskej situácie v Európe, ktorá ovplyňuje prosperitu firiem v Českej republike aj vo svete, sa stáva oceňovanie témou významnejšou a aktuálnejšou ako kedykoľvek predtým – spoločnosti sa predávajú, zlučujú a tiež zanikajú (Vochozka, 2011). Účastníci na finančnom trhu sú omnoho obozretnejší. Sprísňujú sa úverové podmienky, poisťovne sa viac zameriavajú na analýzu rizík, investori sú pri investovaní do cenných papierov opatrnejší než predtým. Z týchto skutočností je zrejmé, že dôvodov na oceňovanie podniku je mnoho.

Základné kritérium, ktoré má zásadný vplyv na celý proces oceňovania je účel, k akému má hodnotenie slúžiť.

Najčastejšími podnetmi pre ocenenie podniku sú (Kislingerová, 2001):

- kúpa alebo predaj podniku (poprípade jeho časti) na základe zmluvy o predaji podniku podľa § 476 obchodného zákonníka,
- zvýšenie (zníženie) základného kapitálu spoločnosti, vstupom či výstupom, akcionára, likvidáciou, konkurzom a pod.,
- splynutie, zlúčenie alebo rozdelenie spoločností, riadiacich sa podľa § 69 obchodného zákonníka
- transformácia právnej formy podniku podľa § 69d obchodného zákonníka,
- reštrukturalizácia podniku,
- uvedenie spoločnosti na kapitálový trh,
- poskytnutie či prijatie úveru (pri ktorom by bol žiadúci nielen pohľad účtovný, ale aj spracovanie reálnej hodnoty),
- vnútorná či vonkajšia potreba hodnotenia výsledkov práce managementu, v rámci zvyšovania tržnej hodnoty, pre vlastníkov podniku,
- poistenie podniku
- privatizácia podniku alebo jeho časti, náhrada za vyvlastnenie podniku alebo jeho časti,
- platenie rôznych daní.

1.5 Schéma základného postupu pri oceňovaní podniku

Kľúčový problém na začiatku práce oceňovateľa, je poznať účel, pre ktorý sa posudok vypracováva. Na základe účelu sa ďalej vyberú vhodné techniky, s ktorými sa následne pracuje. Zadávatel' určí svoju predstavu o termíne riešenia. Pri grafickom vyjadrení obr. 1, vyplýva, že na spracovaní posudku sa podieľa tím ľudí, ktorý by mal byť zložený z vedúceho pracovníka, ktorý riadi práce na ocenení, špecialistov a asistentov.

Údaje su zhromažďované a zpracovávané z celého podniku. Pre kvalitné spracovanie však nestačí len poznať podnik ako taký. Informácie o prostredí v ktorom podnik funguje či už je to makroekonomické prostredie alebo odvetvie, do ktorého podnik patrí sú nemenej dôležité. Jedine pri dostatočnom zbere a kvalite dát si môže znalec urobiť správny obraz

o fungovaní podniku. Po fázi zhromažďovania prichádza časť analýzy, ktorou sa myslí analýza makroprostredia i mikroprostedia a veľmi dôležitá finančná analýza. Analýza sa považuje za nutnú bez ohľadu na to, aké metódy sa nakoniec využijú.

Po finančnej analýze sa naväzuje výberom a aplikáciou modelu, ktoré ako bolo spomenuté vychádzajú z cieľov oceňovania. Pri oceňovaní sa využíva niekoľko modelov z dôvodu overovania správnosti výsledku. Po syntéze výsledkov sa formulujú závery, ku ktorým odborník dospel čo konkrétne znamená, že k určitému dátumu sa stanoví hodnota podniku. Dôležité je zdôrazniť, že uvedený dátum ocenenia je kľúčový, pretože spracovávateľ posudku vyjadril v závere svoj výrok na základe dát, ktoré mal dostupné v daný okamžik. V prípade, že po určitej dobe vznikne opäť dôvod na ocenenie, je nutné skúmať za akých predpokladov bol posudok spracovaný a či sa vo vnútri alebo mimo podniku nezmeneli skutočnosti natoľko, že je potreba celý posudok aktualizovať.

Výsledok práce tvorí obsah správy oceňovateľa, ktorý by mal odpovedať medzinárodným štandardom. V záverečnej správe by nemal chýbať ani stručný popis používaného metodologického postupu, pretože podáva užívateľovi informácie, s čím spracovateľ pracoval a taktiež dáva možnosť spätnej kontroly vypočítaných hodnôt.

Postup pri oceňovaní podniku

1. Vymedzenie práce

Špecifikácia cieľa ocenenia
definícia zadania

2. Vytvorenie pracovného tímu

Tým:
- vedúci tímu
- zástupci por. firmy
- zástupci podniku

3. Plán práce

Záväzný termíny prací vo
väzbe na cieľ a termín
riešenia

4. Zber vonkajších a vnútorných informácií

1. Okolie podniku
a, makroprostredie
b, mikroprostredie
2. Podnik
a, minulosť (3-5 let)
b, súčasnosť
c, budúcnosť (3-5 let)

5. Analýza dát

Finančná analýza (3-5 let)
Strategická analýza (3-5 let)

6. Výber metód vo väzbe na cieľ

Metologická oprávnenosť,
syntéza premenných, výber
modelov

7. Analýza ocenenia

Aplikácia zvoleného
metologického aparátu vo
väzbe na účel ocenenia

8. Syntéza výsledkov

Analýza a syntéza výsledku
Príprava záverečného cyklu

9. Záver

Výrok o tržnej hodnote
podniku k dátumu ocenenia

Obr. 1: Postup pri oceňovaní podniku (Dluhošová, 2006, s. 26)

2. Faktor času a rizika

Väčšina úvah je založená práve na dvoch faktoroch a tými sú čas a riziko. Oba faktory majú zásadný vplyv na ocenenie a tvorbu diskontnej miery, z toho dôvodu im je venovaná ďalšia kapitola.

2.1 Faktor času

Hodnotou aktíva sa podľa Maříka rozumie (2003, s. 31), „současná hodnota budoucích čistých příjmů , které z tohoto aktíva poplynou držiteli tohoto aktíva.” Znalec využíva túto definíciu pri výnosovom ocenení, no môže ju použiť aj pri majetkovom ocenení, pokiaľ výnosovo oceňuje majetkové položky. Všetky budúce príjmy, ktoré budú tvoriť hodnotu podniku nemajú pre svojho držiteľa rovnaký význam. Ide o tzv. časovú hodnotu peňazí. To znamená, že príjmy získané skôr majú väčší význam ako tie získané neskôr. Je tomu z toho dôvodu, že príjemca môže skôr získané príjmy investovať a získať z nich výnos.

Na základe tejto skutočnosti sa pri oceňovaní podniku, nemôžu budúce príjmy sčítať, ale musia sa prepočítať k dátumu ocenenia a zistiť ich súčasnú hodnotu. Práve kvôli tomu, že oceňovanie je založené na výpočte súčasnej hodnoty, bude oceňovateľ pracovať s nasledujúcimi vzorcami (1) a (2):

Odúročiteľ

$$\text{SH jednotlivé čiastky} = \text{čiastka} \cdot \frac{1}{(1+i)^n} \quad (1)$$

Zásobiteľ

$$\text{SH annuity} = \text{annuitná čiastka} \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n} \quad (2)$$

Uvedené výpočty sú založené na zloženom úrokovaní, čo znamená, že úroky budú ďalej s čiastkou úročné. Oceňovateľ pri svojej práci najčastejšie využíva práve spomenuté vzorce, ktoré pracujú na princípe súčasnej hodnoty.

2.2 Faktor rizika

Faktor rizika spočíva v tom, s akou mierou pravdepodobnosti platby nastanú. Hodnota aktíva bude tým vyššia, čím budú očakávané príjmy isté a naopak. Táto kapitola pojednáva o základnom vymedzení rizika podnikateľskej činnosti, konkrétne sa jedná o riziká, ktoré su potrebné k stanoveniu diskontnej sadzby. Jedná sa o dva typy rizík:

- **riziko obchodné a provozné**, slúžiace na pridelenie rizikovej prirážky v rámci diskontnej mieri,
- **riziko systematické a nesystematické**, ktorému je potrebné rozumieť vo vzťahu k účelu, pre ktorý ma ocenenie slúžiť.

2.2.1 Riziká spojené s podnikateľskou činnosťou

Hlavnými predpokladmi sú riziká ekonomického charakteru a poňatie rizika je chápané ako nejednoznačnosť budúceho vývoja výnosov podniku. Skutočné výnosy môžu byť vyššie či nižšie ako tie očakávané a to v kladnom aj zápornom smere. Mierou rizika sa potom rozumie veľkosť rozptylu očakávaných výnosov.

Hlavné oblasti, v ktorých riziko ovplyvňuje výnosy a tým aj výsledok hospodárenia sú:

- kvalita managementu, organizačných štruktúr podniku, tieto faktory sa premierajú plošne do všetkých ostatných rizík,
- miera konkurencie v odvetví,
- stupeň diverzifikácie,
- stupeň pružnosti provozných nákladov a ich schopnosť meniť sa vo vzťahu k podnikovým výkonom,
- zaťaženie podniku výdajmi ako sú úroky, splátky, leasingové platby.

Hlavným východiskom však je kvalita vrcholového managementu, ktorý vie ostatné riziká svojím riadením výrazne ovplyvňovať a znižovať.

a) Obchodné riziko

Obchodné riziko znamená premenlivosť čistých výnosov, ktoré sú spôsobované premenlivosťou predaja (predajné riziko) a úrovňou fixných provozných nákladov (provozné riziko).

Predajné riziko

Predajné riziko spočíva v možnosti, že predpokladaný zisk nebude dosiahnutý na základe vývoja na trhu. Je možné ho počítat' pomocou variability čistých tržieb, ktorá záleží:

- na kolísaní dopytu na trhu rôznych segmentov, čo zapríčiňuje cyklickosť vývoja hrubého domáceho produktu, a ďalšie faktory, ktoré dopyt ovplyvňujú,
- na miere konkurencie,
- na schopnosti podniku diverzifikovať jej aktivity počtom trhov na ktorých pôsobí.

Variabilitu je možné určiť rozptylom tržieb z minulého obdobia. Rozptyl je potrebné počítat' vzhľadom k zistenému základnému trendu.

Provozné riziko

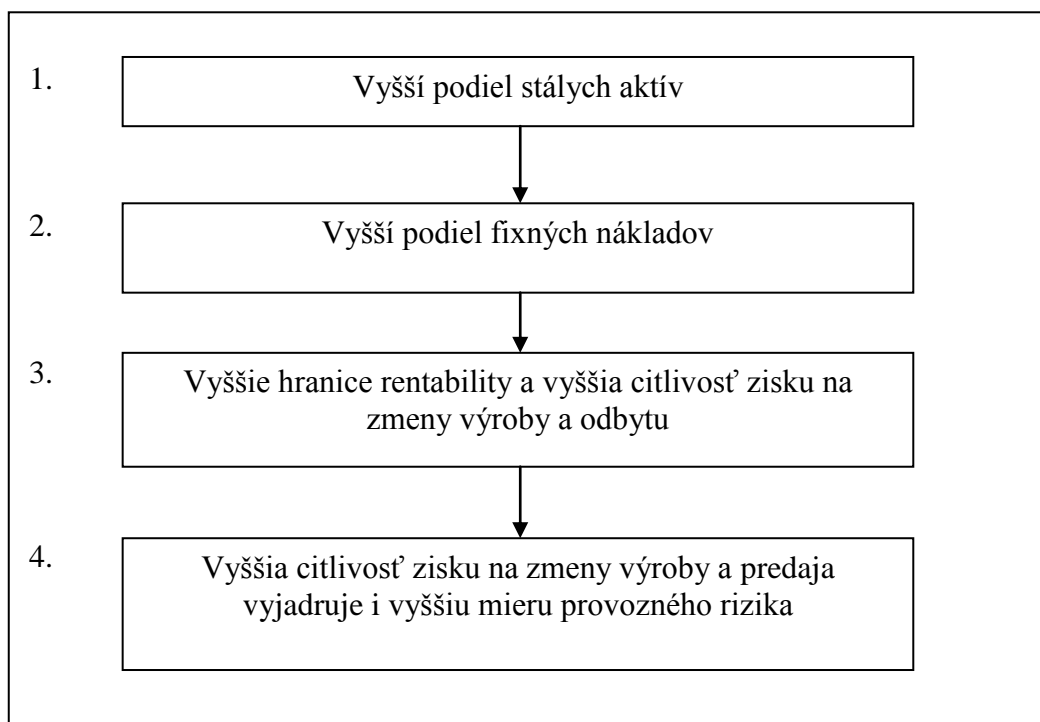
Provozné riziko je určované podielom fixných provozných nákladov k celkovým provozným nákladom tzv. provoznou pákou. Zistiť fixné provozné náklady však nie je v praxi vôbec jednoduché. Odporúča sa postupovať po jednotlivých nákladových skupinách a rozdeliť ich na fixné alebo variabilné.

Pokles či nárast predaja má na provozný výsledok hospodárenia menší vplyv, v prípade, že podnik má vysoké variabilné náklady. Ak má však podnik vysoký podiel fixných nákladov a jeho predaj poklesne, spôsobí to výraznejší pokles výsledku hospodárenia. Pri zvýšení predaja sa variabilné náklady opäť veľmi nezmenia čo bude mať za následok výraznejšie zvýšenie hospodárskeho výsledku podniku. Je to z toho dôvodu, že fixné náklady nereagujú pružne na zmenu, preto sú výsledky hospodárenia citlivé na zmenu predaja. Väčšie výkyvy zisku znamenajú väčšie riziko. Ako uvádza vzorec (1) provozná páka sa meria percentuálnou zmenou provozného zisku k percentuálnej zmene predaja.

$$\text{provozné riziko} = \text{Stupeň provoznej páky} = \frac{\text{Percentná zmena provozného zisku}}{\text{Percentná zmena predaja}} \quad (3)$$

Ukazovateľ provozného rizika vyjadruje ako sa percentuálne zmení provozný zisk pri zmene predaja o 1 %. Nezahrňuje však v sebe varaibilitu tržieb (predajné riziko), čo pre niektoré podniky môže byť kľúčový faktor ich ďalšej existencie.

Súvislosti vplyvu vyššieho podielu stálych aktív a miery provozného rizika zobrazuje obr. 2.



Obr. 2: Príčinné súvislosti u provozného rizika (Mařík, 2003, s. 35)

Obchodné riziko ako celok

Celkovo sa obchodné riziko určí variačným koeficientom provozného výsledku hospodárenia (je možné použiť aj zisk pred úrokmi a daňami), vzorec (4):

$$\text{Obchodné riziko} = \text{Var. koef. provozného VH} = \frac{\text{Smerodatná odchylka provozného VH}}{\text{Stredná hodnota provozných VH}} \quad (4)$$

Prvok, ktorý je u tohto ukazovateľa závažný je nestálosť predaja závislá na vývoji ekonomiky a na vývoji dopytu na trhu, v ktorom podnik pôsobí. Stredná hodnota

v menovateli rovnice sa dá zameniť trendovou funkciou v prípade, že výsledok hospodárenia určuje nejaký trend za posledné obdobia.

b) Finančné riziko

Finančné riziko je opäť závislé podobne ako provozné riziko na fixných provozných nákladoch, tentokrát však tvorených nákladovými úrokmi, leasingovými splátkami a dividendami z prioritných akcií. V praxi je finančné riziko stotožnené s tou časťou volatility celkového výsledku hospodárenia, ktorá je spôsobená platením fixných nákladových úrokov. Tento výsledok hospodárenia sa pokladá na úrovni výsledku hospodárenia za bežnú činnosť, ktorá obsahuje jak provozné tak aj finančné oblasti.

Finančné riziko je možné vypočítať dvoma spôsobmi:

- **prostredníctvom finančnej páky**, vzorec (5):

$$\text{Finančné riziko} = \text{Stupeň fin. páky} = \frac{\text{Percentná zmena VH z bežnej činnosti}}{\text{Percentná zmena provozného VH}} \quad (5)$$

- **prostredníctvom ukazovateľov zadĺženosti a likvidity**, kde pracovný kapitál môže mať tiež vypovedajúcu schopnosť pri určovaní finančného rizika. Malý alebo dokonca záporný kapitál môže byť interpretovaný ako zvýšenie finančného rizika.

Celkové podnikateľské riziko

Celkové podnikateľské riziko je vhodné určiť na základe volatility celkového výsledku hospodárenia za bežnú činnosť, ktorá tak zohľadní finančné aj podnikateľské riziko. V najjednoduchšom možnom prípade sa vypočíta celkové riziko z variančného výsledku hospodárenia vzorcom (6):

$$\text{Celkové riziko} = \text{Var. koef. VH za bežnú činnosť} = \frac{\text{Smerodatná odchylka VH za bežnú činnosť}}{\text{Stredná hodnota VH za bežnú činnosť}} \quad (6)$$

2.2.2 Systematické a nesystematické riziko

Delenie na systematické a nesystematické riziko opäť napomáha správne určenie diskontnej miery potrebnej pre ocenenie. Toto rozdelenie sa viaže na investície na kapitálovom trhu. Investori často alokujú svoje prostriedky do súboru cenných papierov a tvoria z nich portfólia. Čím je portfólie diverzifikovanejšie a čím viac sú jednotlivé cenné papiere na sebe nezávislé, tým je riziko portfólia nižšie. Často sa investori snažia negatívne korelovať svoje portfólio, čo znamená, že keď rastie výnosnosť jedného cenného papiera klesá výnosnosť toho druhého, čo má za následok relatívne stabilnú výnosnosť portfólia. V praxi sa však pojmom negatívna korelácia cenných papierov nepracuje, nakoľko je nemožné nájsť skupinu takýchto cenných papierov.

Aj kvalitne diverzifikované portfólie sú v praxi spojené s rizikovými faktormi, ktoré ovplyvňujú celý kapitálový trh. Ide o systematické alebo tržné riziko. Patria sem faktory ako zmeny hrubého domáceho produktu, tržné úrokovne miery či cenové hladiny.

Riziko, ktoré sa dá vyrušiť zostavením diverzifikovaného portfólia je nesystematické riziko inak nazývané aj špecifické. Je vytvárané silami, ktoré sú špecifické pre daný podnik. Ide hlavne o chyby vo vedení, chyby pri zavádzaní nových výrobkov či chyby pri vstupe na nové trhy.

Obe tieto riziká však súvisia s finančnou pákou. Pokiaľ má podnik vysoké fixné nákladové úroky, nachádza sa v dlhu, bude ako systematické tak aj nesystematické riziko zapríčiňovať výrazné výkyvy hospodárskeho výsledku. V opačnom prípade, nízke fixné náklady budú predstavovať tlmiaci efekt pre systematické aj špecifické riziko.

2.3 Diskontná miera a riziko

Diskontná miera slúži ako nástroj, ktorý premieta faktor času a faktor rizika do hodnoty podniku. Tento pojem pochádza z anglosaskkej literatúry zatiaľ čo v nemeckej literatúre sa diskontná miera pojmenováva ako kalkulovaná úroková miera.

Investícia do kúpy podniku je vždy zaťažená rizikom. Preto podstatným problémom, ktorým oceňovatelia čelia je ako toto riziko oceniť. Súčasný stav ponúka dve možnosti. Tou prvou

je práca s rizikovou prirážkou k bezrizikovej úrokovej miere. Táto možnosť je v praxi využívaná vo väčšine prípadov, kde bezriziková úroková miera (i_T) sa upravuje o mieru rizika (Δi). Výška kalkulovanej úrokovej miery ($i_T + \Delta i$) tak zaťažuje očakávané príjmy určitým rizikom.

Druhá možnosť spočíva v obmedzení očakávanej výnosovej miery len na jej bezrizikovú časť (i_T). Následné je však nutné nahradiť očakávané príjmy $E(V)$ ich istým ekvivalentom (JEV) teda odstrániť riziko z $E(V)$. Pri tomto zjednodušenom predpoklade sa hodnota podniku určí následovne vzorcom (7):

$$H = \frac{E(V)}{i_T + i} = \frac{JEV}{i_t} \quad (7)$$

Pri stanovovaní diskontnej miery sa dajú využiť viaceré postupy. Prvým je odvodenie diskontnej miery na základe výnosnosti obligácií na kapitálových trhoch. Zástupcom tejto možnosti je veľmi často v praxi využívaný model oceňovacích kapitálových aktív (ďalej len CAPM – Capital assets pricing model), ktorý bude uplatnený aj v praktickej časti. Tou druhou možnosťou je určiť diskontnú mieru nie z kapitálového trhu ale z trhu s podnikmi. Diskontná miera sa v tomto prípade dopočíta zo známej hodnoty podniku a z budúcich peňažných tokov podnikov. Táto metóda je však v praxi veľmi ťažko realizovateľná pre nutnosť poznania jednotlivých vstupných údajov (Mařík, 2003).

3 Prehľad metód ocenenia

Oceňovaniu ako disciplíne je potrebné venovať množstvo času, pretože dôsledky nevhodných postupov založených na nesprávnych predpokladoch môžu viesť k nepravdivému oceneniu statkov a tiež nesprávnej alokácii kapitálu. Preto sa metódam ocenenia venuje patričná pozornosť a ich neustály vývoj je nutný. Rozličných metód ocenenia pre znalcov a odhadcov existuje celá rad. Ich správna voľba určuje či bude cieľ oceňovania naplnený. Voľba taktiež závisí od subjektívneho pocitu oceňovateľa a tiež je ovplyvnená jeho účelom. Je nutné spomenúť, že oceňovanie podlieha riziku, ktoré bolo charakterizované v predchádzajúcej kapitole (Dluhošová, 2006).

Základnými metódami oceňovania sú: výnosové, majetkové, kombinované a komparatívne metódy. Podrobnejšie sa táto práca bude venovať prvým dvom z nich – výnosovej a majetkovej metóde, ktoré sú používané v praxi najčastejšie.

3.1 Výnosová metóda

Oceňovanie na základe výnosovej metódy nebolo do roku 1990 možné a pri potrebe podnik oceniť z dôvodu transferu sa používala ich účtovná hodnota. Až vstupom zahraničných poradenských firiem sa do posudkov začali výnosové metódy používať ako tomu bolo roky na vyspelých trhoch. Zákon č. 157/1997 Sb., o oceňovaní majetku z roku 1997 priniesol určitú formu výnosového ocenenia podniku, ktorá však využívala tabuľkové hodnoty, nešlo teda o ocenenie tržné, ktoré sa používa dnes (Sabolovič, 2011).

Výnosový prístup a jeho metódy sa považujú podľa mnohých autorov za najvhodnejšie teoreticky ale aj prakticky. Vychádza sa z predpokladu, že hodnota statku je v tejto skupine metód budúcim úžitkom pre jeho majiteľa.

Akékoľvek výnosy môžu byť prispôbované podľa praktického využitia z niekoľkých pohľadov. Všeobecné kritéria, ktoré modifikujú použité výnosy a ktoré patria medzi všetky výnosové metódy sú (Mařík, 2003):

1. Kategória hodnoty:

- pri určovaní tržnej hodnoty sa zisťuje aké výnosy u oceňovaného podniku očakáva trh a tie sa následne diskontujú diskontnou mierou na úroveň výnosnosti požadovanú trhom,
- pri subjektívnom (investičnom) oceňovaní sa zisťuje aké výnosy očakáva konkrétny subjekt a tie sa následne diskontujú požadovanou výnosnosťou konkrétneho investora,
- pri objektivizovanom ocenení sa jedná o výnosy, ktoré budú reálne s vysokovou mierou pravdepodobnosti, tzn. tie rastové príležitosti, ktoré sa javia k dátumu ocenenia ako nesporné.

2. Kalkulácia cien:

- budúce výnosy sú kalkulované v cenách k dátumu ocenenia, tzn. v stálych cenách a to pomocou diskontnej miery očistenej o infláciu. V praxi stále ceny prevládajú pri metóde kapitalizovaných ziskov,
- výnosy vyjadrované v ich budúcej výške, tzn. v bežných cenách. Diskontná miera však v tomto prípade obsahuje infláciu, preto je nazývaná aj nominálnou. Metódy diskontovaných peňažných tokov (ďalej len DCF – Discounted Cash F) používajú pri oceňovaní bežné ceny.

3. Kalkulácia daní:

- nekalkuluje sa so žiadnymi daňmi z príjmu,
- zdanenie na úrovni príjmov oceňovanej spoločnosti. Táto možnosť je využívaná hlavne keď sa využíva výnosové ocenenie. Dôvodom zdanenia len na úrovni príjmov jednej strany je ten, že kupujúci môže zahrňovať jak fyzické tak právnické osoby,
- zdanenie na úrovni spoločnosti ale aj dane, ktoré zaplatí subjektu, pre ktorého je ocenenie určené. Ide o najpresnejší spôsob, no je možné ho vykonať len pri subjektívnom ocenení, tj. pri hľadaní hraničných hodnôt.

Výnosové metódy sú nasledovné:

- Metódy DCF (Discounted cash flow) – Entity, Equity, APV (Adjusted present value).
- Metóda KCV (Kapitalizované čisté výnosy).
- Metódy EVA (Economic value added), MVA (Market value edit).

Medzi znalcami – jednotlivcami je v Českej republike podľa tab. 2 najrozšírenejšia metóda DCF entity, celkovo 31%. V Nemecku či Rakúsku je najviac využívaná metóda kapitalizovaných čistých výnosov. Naopak v anglicky hovoriacich krajinách je najviac využívaná DCF Entity metóda, čo sa dá odôvodniť predovšetkým teoretickými základmi na ktorých je postavená. Česká republika má však v oceňovaní bližšie k nemeckému poňatiu. Pri práci v znaleckých ústavoch, dominuje využívanie DCF Entity metódy, podobne aj ako u pracovníkov Vysokej školy ekonomickej v Prahe (Sabolovič, 2011).

Tab. 2: Analýza výnosových metód v ČR

	Pracovníci VŠE v Prahe	Znalecké ústavy	Znalci jednotlivci	Celkom
DCF Entity	78%	63%	31%	54%
DCF Equity či APV	11%	13%	11%	12%
EVA	6%	8%	26%	14%
Kapitalizované čisté výnosy	0%	16%	29%	18%
Iné	6%	0%	3%	2%

Zdroj: JAHODOVÁ, L., Empirický výzkum zkoumající klíčové otázky v rámci oceňování podniku.

3.1.1 Metódy diskontovaných peňažných tokov

Ide o metódy, ktorá je z princípu základnou výnosovou metódou. Najviac sú rozšírené v USA a Veľkej Británii. Globalizačné procesy a vplyh investorov z anglosaských krajín však napomohli ich rozmachu aj v ďalších európskych krajinách.

Hodnota firmy rastie s rastúcim peňažným príjmom, plynúcim z činnosti firmy a práve odhadovaný budúci voľný peňažný tok, na ktorom je táto metóda založená je jedným z hlavných činiteľov pri oceňovaní podniku.

Základom je správne naplniť niekoľko základných úloh. Prvou je správne odhadnúť budúce peňažné toky, ktoré budú s oceňovaním súvisieť. Druhým podstatným elementom je stanovenie nákladov kapitálu a napokon tretím je určenie hodnoty na základe metódy ocenenia. V závislosti od toho či je oceňovaný základný a či vlastný kapitál a v závislosti od toho ako sú určené finančné toky a náklady kapitálu, je možné rozlíšiť štyri základné metódy (Dluhošová, 2006):

Metoda DCF-Entity

Využitie tejto metódy sa vzťahuje k oceňovaniu celkového kapitálu. Cieľom je tržné ocenenie celkového kapitálu podniku, kde je voľný peňažný tok FCFF (Free Cash Flow to Firm), diskontovaný nákladom celkového kapitálu WACC (Weighted average cost of capital). Vzorec (8) vyjadruje ich vzájomnú závislosť (Dluhošová, 2006):

$$DCF\ Entity = \frac{FCFF}{WACC}$$

(8)

FCFF predstavuje voľne peňažné toky, ktoré plynú vlastníkom a aj úročeným veriteľom. Prehľad výpočtu FCFF, tj. peňažného toku pre vlastníkov aj veriteľov je v tab. 3:

Tab. 3: Postup výpočtu FCFF

Korigovaný provozný výsledok hospodárenia po dani (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatné náklady, ktoré nie sú výdajmi v danom období (napr. zmena nákladových rezerv)
- Investície do provozného nutného kapitálu
- Investície do provozne nutného dlhodobého majetku
= Voľné peňažné toky do firmy (FCFF)

Zdroj: MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku pro pokročilé, s. 18.

Korigovaný provozný výsledok znamená hospodársky výsledok, ktorý generuje hlavný provoz podniku. Nemali by sa do neho započítavať žiadne jednorázové položky, ktoré sa pravidelne neopakujú. Nesmú sa od neho odpočítavať náklady na cudzí kapitál práve preto, aby výsledny zisk a cash flow boli k dispozícii pre vlastníkov a veriteľov.

Postup výpočtu korigovaného provozného výsledku hospodárenia je v tab. 4 nasledovný:

Tab. 4: Postup výpočtu korigovaného provozného výsledku

Provozný výsledok hospodárenia (z výsledovky)
– Provozné výnosy jednorázové a nesúvisiace s provozným majetkom
+ Provozné náklady jednorázové a nesúvisiace s provozným majetkom
+ Výnosy z finančných investícií a výnosové úroky plynúce z provozne nutného majetku
– Finančné náklady súvisiace s provozne potrebným majetkom
= Korigovaný provozný výsledok

Zdroj: Mařík, M., Metody oceňování podniku, s. 154.

Diskontná miera je v tomto modeli uvažovaná ako priemerné vážené náklady kapitálu WACC. Náklady kapitálu odpovedajú príjmom (nie skutočným, ale nákladom ušlej príležitosti), ktoré investori očakávajú zo svojich investícií prihliadajúc na riziko. Výpočet WACC pre potreby DCF entity je vyjadrený vzorcom (9):

$$WACC = \frac{CK}{K} \cdot n_{CK} \cdot (1-d) + \frac{VK}{K} \cdot n_{VK}(z) \quad (9)$$

kde: $n_{VK(z)}$ náklady vlastného kapitálu pri konkrétnom zadížení,
 n_{CK} náklady cudzieho kapitálu,
 d sadzba dane z príjmu,
 CK cudzí úročený kapitál (v tržnej hodnote),
 VK vlastný kapitál (v tržnej hodnote),
 K investovaný kapitál ($K = CK + VK$).

Ocenenie prebieha v niekoľkých krokoch. V tom prvom sa po diskontovaní peňažných tokov získa hodnota podniku brutto. Vzorec (10), ktorý túto závislosť vyjadruje pre diskontné miery v rôznych rokoch má vyjadrenie:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1+WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+WACC_i)} \quad (10)$$

kde: H_b hodnota podniku brutto, tj. precenená hodnota investovaného kapitálu,
 $FCFF_t$ voľný peňažný tok do firmy v roku t ,
 $WACC_i$ priemerné vážené náklady kapitálu v roku i ,
 T počet rokov prvej fáze,
 g tempo rastu druhej fáze.

Za predpokladu pokračujúcej hodnoty je možné vynosové ocenenie vypočítať len v prípade ak $g < WACC_{T+1}$.

V druhom kroku sa určí hodnota vlastného kapitálu (11):

$$H_n = H_b - CK_0 \quad (11)$$

kde: H_n hodnota podniku netto,
 CK_0 cudzí úročený kapitál k dátumu ocenenia.

Pokiaľ by podnik mal nejaký provozne nepotrebný majetok, pričítala by sa na záver jeho tržná hodnota a tým by bola vyčíslená celková hodnota podniku touto metódou.

Metoda DCF-Equity

V tomto prípade je na rozdiel od DCF-Entity oceňovaný iba vlastný kapitál. Voľný peňažný tok je diskontovaný nákladom vlastného kapitálu R_e . Funkcia výpočtu DCF je následovná (12):

$$DCF \text{ Equity} = \frac{FCFE}{R_E} \quad (12)$$

FCFE (free cash to the equity) predstavuje peňažný tok, ktorý ostáva spoločnosti po uspokojení potrieb veriteľov a vlastníkov. Ak aj za týchto okolností je FCFE väčšie ako 0, znamená to, že firma môže v takto dlhodobom stave uvažovať o dividendovej politike alebo to môže byť pre firmu signál, že tieto voľné zdroje môže umiestniť do investičných nástrojov, kde sa môžu primerane zhodnocovať (Kislingerová, 2001). Schému výpočtu FCFE možno znázorniť následovne v tab. 5.

Tab. 5: Postup výpočtu FCFE

Korigovaný provozný výsledok hospodárenia po upravených daniach
+ Odpisy
+ Ostatné náklady, ktoré nemajú v danom období charakter výdajov
– Investície do upraveného pracovného kapitálu provozne nutného
– Investície do obstarania dlhodobého majetku provozne nutného
= FCF na úrovni podnikateľskej jednotky (tj. Entity)
– Úroky z cudzieho kapitálu zníženého o daňový štít, tj. úrok · (1 – daňová sadzba)
– splátky úročeného cudzieho kapitálu
+ nový prijatý úročený cudzí kapitál
= FCFE

Zdroj: MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku pro pokročilé, s. 22.

FCFE peňažné toky sú následne diskontované nákladmi vlastného kapitálu, ktoré sú stanovené pre danú mieru zadĺženia. To znamená, že diskontná miera je stanovená na úrovni nákladov vlastného kapitálu, ktoré odrážajú jak rizika provozné tak aj finančné (Mařík, 2011).

Oceňuje sa tentokrát jednokrokovou metódou, to znamená, že po diskontovaní peňažných tokov pre vlastníkov sa získa priamo hľadaná výnosová hodnota:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1+n_{VK(z)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+n_{VK(z)i})} \quad (13)$$

kde: H_n hodnota podniku netto,

$FCFE_t$ voľný peňažný tok pre vlastníkov v roku t ,

$n_{VK(z)i}$ náklady vlastného kapitálu pri konkrétnom zadĺžení v roku i ,

T počet rokov prvej fáze,

g tempo rastu v druhej fáze.

Ak by sa v podniku nachádzali nepotrebné aktíva k dátumu ocenenia, pričítali by sa na záver k tejto hodnote. Oceňovanie tržnej hodnoty vlastného kapitálu je dôležité pre finančné rozhodovanie a riadenie. Zisťuje sa teda hodnota, ktorá prislúcha vlastníkom a jej rast znamená napĺňanie vlastných záujmov (Mařík, 2011).

Metóda APV

Týmto modelom sa oceňuje celkový kapitál. Vychádza z podielu finálnych tokov nezadĺženej firmy $FCFE_u$ a nákladov celkového kapitálu nezadĺženej firmy R_u ako znázorňuje funkcia (14). Ak sa pripočíta aj súčasná hodnota daňového štítu diskontovaného nákladmi dlhu R_d , bude vzorec možné využiť aj pre zadĺžený podnik (Dluhošová, 2006).

$$DCF\ APV = \frac{FCFE_u}{R_u} + \frac{TS}{R_D} \quad (14)$$

V českej ale aj zahraničnej praxi nie je táto variatna využívaná často. Skratka APV je metódou dvojfázou podobne ako DCF entity s tým rozdielom, že sa skladá z dvoch častí (Mařík, 2011):

- samostatne sa vypočíta výnosová hodnota nezadĺženej firmy na základe voľných peňažných tokov do firmy diskontovaných nezadĺženými nákladmi vlastného kapitálu,
- k tejto hodnote sa potom pripočíta hodnota daňového štítu plynúceho z nákladových úrokov, za podmienky, že podnik je financovaný úročeným cudzím kapitálom. Ročný daňový štít sa vypočíta pomocou vzorca (15):

$$Ročný\ daňový\ štít = CK_{t-1} \cdot n_{CK} \cdot d \quad (15)$$

kde: CK_{t-1} úročený cudzí kapitál k počiatku roku t ,
 n_{CK} náklady cudzieho kapitálu v percentách,
 d sadzba dane z príjmu.

Ocenenie a jeho výpočet je potrebné vytvoriť sčítaním oboch častí, čo znázorňuje vzorec (16):

$$\begin{aligned}
H_b = & \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1+n_{VK(n)i})} + \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK(n)T+1}^{-g}} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+n_{VK(n)i})} + \\
& + \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} \cdot n_{CKt} \cdot d_t}{\prod_{i=1}^t (1+n_{CKi})} + \frac{CK_T \cdot n_{CKT+1} \cdot d_{T+1}}{n_{CKT+1}^{-g}} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+n_{CKi})}
\end{aligned} \tag{16}$$

kde: H_b hodnota podniku brutto,
 $FCFF_t$ volný peňažný tok do firmy v roku t ,
 $n_{VK(n)i}$ náklady vlastného kapitálu pri nulovom zadĺžení pre rok i ,
 n_{CKt} náklady cudzieho kapitálu v roku t ,
 CK_{t-1} cudzí úročený kapitál v roku t ,
 d_t daňová sadzba pre rok t ,
 T počet rokov v prvej fáze,
 g tempo rastu stabilné v druhej fáze.

Konečná hodnota vlastného kapitálu je vypočítaná rozdielom hodnoty brutto (H_b) a cudzím úročeným kapitálom (CK_0) k dátumu ocenenia následovne (17).

$$H_n = H_b - CK_0 \tag{17}$$

3.1.2 Metóda kapitalizovaných ziskov

Metóda kapitalizovaných ziskov si zakladá na princípe súčasnej hodnoty budúcich ziskov a je využívaná hlavne v nemecky hovoriacich krajinách. Zisky sú odhadované na základe historických dát a údajov z rozvahy a z výkazu zisku a strát. Najpodstatnejším údajom je účtovný zisk, ktorý je podrobený niekoľkým korekciám, ako sú napríklad úpravy odpisov o reálne opotrebenie, vylúčenie výnosov a nákladov, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku, vylúčenie skrytých rezerv aj. Na základe vnímania čistých výnosov sa rozdeľuje metóda kapitalizovaných čistých výnosov na dva varianty. Prvý je zhodný s metódou DCF equity, pretože čistý výnos podniku je daný rozdielom príjmov a výnosov, takže peňažných tokov. Druhý variant bola spracovaný inštitútom auditorov IDW (Institut der

Wirtschaftsprüfer). Hlavný rozdiel od prvej varianty spočíva v chápaní čistých výnosov. Tie sú počítané ako rozdiel účetne chápaných výnosov. Zmysel tejto metódy spočíva hlavne v tom, že pokiaľ znalec nie je schopný plánovať investície dlhodobo s dostatočnou presnosťou je lepšie vychádzať z tradičného modelu posudzovania podnikovej výkonnosti a z účtovných výsledkov hospodárenia (Mařík, 2003).

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov vychádza z niekoľkých zásad, ktoré boli vytvorené nemeckým inštitútom a tými sú:

Účel

Účel stanovený v rámci dohody o zakázke je potrebný pre určenie predpokladov, s ktorými znalec bude pracovať a taktiež je potrebný pre určenie hodnôt, ktoré majú byť sledované.

Podnik oceňovaný ako hospodárska jednotka

Podnik je chápaný ako účelná kombinácia, ktorá má svoje materiálne a nemateriálne hodnoty a ktorej cieľom je vytvárať zisky. Je potreba zachytávať všetky vzťahy vymedzenej jednotky s odberateľmi, dodávateľmi a aj iným okolím.

Princíp rozhodného dňa

Pre ocenenie sa využívajú len podklady vzťahujúce sa k dátumu oceňovania. Rozhodný deň je určovaný v zadaní ocenenia.

Trasparentnosť

Trasparentnosť v posudku umožňuje čitateľovi pozorovať všetky úvahy, dôvody a výpočty, na ktorých oceňovanie stojí. Posudok musí byť písaný tak, aby s vecou oboznámená osoba, bola schopná porozumieť ako oceňovateľ dospel k výsledku.

Oddelenie provozne nepotrebného majetku

Provozne nepotrebným majetkom sa rozumejú položky, ktoré podnik nepotrebuje nutne k vykonávaniu jeho hlavnej podnikateľskej činnosti a ich predaj nemá žiadny zásadný vplyv na výnosy oceňovaného podniku. Môže sa napríklad jednať o nedobytné pohľadávky, majetky v nadbytočných množstvách či peňažné prostriedky v nadbytočnom množstve. Majetok ako nevyužívané stroje a pozemky je možné predať a ocenia sa likvidačnou hodnotou. Majetok, ktorý bude najvhodnejší na prenájom sa ocení výnosovou

metódou (nevyužitie kancelárske priestory). Majetok, ktorý nie je možné zaradiť do žiadnej zo spomenutých metód je potrebné buď fyzicky zlikvidovať alebo zatiaľ udržiavať v jeho stave.

Ocenenie provozne nutného majetku

Pri oceňovaní majetku výnosovým spôsobom sa rozlišuje medzi dvoma možnosťami. Objektivizované ocenenie vychádza zo všeobecne očakávanej budúcnosti s cieľom vytvoriť pre všetky strany neutrálne, zrozumiteľné a prijateľné ocenenie. Pri subjektívnom ocenení a tvorení subjektívnej hodnoty sa čerpá z individuálnych plánov subjektu, pre ktoré je ocenenie vypracovávané.

Ocenenie metódou KPČV

Je potrebné odlišiť dva základné prístupy k oceneniu, ktorými sú analytická a paušálna metóda. Analytická je považovaná za základnú, preto sa práca bude venovať jej charakteristike a výpočtu. Analytická metóda je taký prístup, kde je výnosové ocenenie postavené na základe predpovedania budúcich výsledkov hospodárenia upravených o vplyv financovania. Očakávaný výnos je kalkulovaný z upraveného budúceho hospodárskeho výsledku, čo túto metódu odlišuje od DCF metód. Pri predpoklade trvalého podniku a odnímateľných výnosov (výnosy čo najmenej ovplyvniteľné účtovnou politikou) je možné vyjadriť metódu KPČV dvojfázovou metódou a to vzorcom (18):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{V}_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}\check{C}}{i_k} \cdot (1+i_k)^{-T} \quad (18)$$

kde: H_n hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastného kapitálu,
 \check{V}_t odhad odnímateľného čistého výnosu pre rok t prognózy,
 T dĺžka obdobia, pre ktoré je možné odhadnúť čistý výnos (prvá fáza),
 $T\check{C}\check{C}$ trvalá veľkosť odnímateľného čistého výnosu v druhej fáze,
 i_k kalkulovaná úroková miera.

Metóda ekonomickéj pridanej hodnoty - EVA

Ukazovateľ EVA (Economic value edit) sa už niekoľko rokov výrazne presadzuje v krajinách s vyspelým tržným prostredím. Rozpracovaná bola americkými autormi

Stewartom a Sternom. (Mařík, 2003). Je to model, ktorý ma široké využitie v praxi ako ukazovateľ finančnej analýzy, riadenia podniku a aj jeho oceňovania. Dôležité však z pohľadu práce je, akým spôsobom bude EVA využívaná pre ocenenie podniku. Podobne ako u metódy DCF aj EVA má varianty výpočtu equity, entity a APV. EVA entity je v praxi využívaná najčastejšie preto sa jej práca bude podrobnejšie venovať.

Spôsoby schémy výpočtu su obdobné ako u DCF entity. Ukazovateľ EVA je pre jeden rok možné vypočítať vzorcom (19):

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \bullet WACC \quad (19)$$

kde: **NOPAT** (net operating profit after taxes) čistý operačný zisk po dani,

NOA_{t-1} čisté operačné aktíva na začiatku roku t, spôsob úpravy rozvahy pre zistenie hodnoty NOA prebieha v krokoch, kde je najskôr potrebné odčítať neúročené krátkodobé záväzky od obežných aktív a následne odčítať aktíva, ktoré nie sú spojené s hlavným provozom podniku. Ďalšími úpravami sú pridanie aktivovaných nákladov s povahou dlhodobých investícií, pridanie prenájatých aktív a do pasív pridanie leasingových splátok,

WACC (weighted average cost of capital) – priemerné vážené náklady kapitálu.

Pri premenlivej výške nákladov kapitálu v jednotlivých rokoch je vzorec zložitejší (20).

$$H_b = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \bullet \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)} \quad (20)$$

kde: **H_b** hodnota vlastného kapitálu podniku,

EVA_t EVA v roku t,

NOA₀ čisté operačné aktíva k dátumu ocenenia,

T počet rokov plánovaných EVA,

WACC_i priemerné vážené náklady kapitálu,

g stabilné tempo rastu v druhej fáze.

A napokon podobne ako u DCF entity sa ocení vlastný kapitál odčítaním úročeného cudzieho kapitálu CK_0 od H_n ako popisuje nasledujúci vzorec (21).

$$H_n = H_b - CK_0 \quad (21)$$

Ak sa v podniku vyskytovali úpravy k leasingu je potrebné odčítať ho od H_b a na úplný záver pričítať ocenené neprovozné aktíva, ktoré existujú k dátumu ocenenia. Výsledná hodnota teda bude hľadaná EVA entity (Mařík, 2011).

Vzt'ah EVA a metóda DCF

Výsledky všetkých týchto metód by mali byť z teoretického pohľadu rovnaké za predpokladov, že ich výpočty vychádzajú z rovnakých operačných ziskov po dani, rovnakých nákladov kapitálu a rovnakého investovaného kapitálu v jednotlivých rokoch. Dôležitou podmienkou tiež je, že od konca prvej fázy porastú tempom g zisky, voľné peňažné toky, ale aj investovaný kapitál a jeho zložky. Je potreba si taktiež dávať pozor pri narábaní s nákladovými úrokmi pri výpočte voľných peňažných tokov a tiež provozného zisku po dani (Mařík, 2011).

3.1.3 Rekapitulácia výnosových metód – výhody a nevýhody

DCF ENTITY a jej výhody (Mařík, 2011):

Najčastejšie používaná metóda v rámci sveta aj v Českej republike v oceňovateľskej praxi. Z toho vyplýva, že pri použití tejto metódy je vysoko pravdepodobné, že vzdelaný čitateľ posudku zrozumiteľne pochopí. Využíva sa v prípadoch, keď sa neoceňuje vlastný kapitál, ale investovaný, takže ide o výnosové ocenenie aktív bez ohľadu na ich financovanie.

Najdôležitejšia je v prípade, že sa oceňuje nejaká divízia podniku, na ktorú nie je naviazaný žiadny úročený cudzí kapitál. Je to z toho dôvodu, že v DCF entity sa cudzí úročený kapitál vyskytuje len v diskontnej miere a to vo forme podielu vlastného a cudzieho úročeného kapitálu. Táto vlastnosť umožňuje výpočet upraviť, zatiaľ čo u DCF equity a APV sa požadujú absolútne veľkosti cudzieho úročeného kapitálu, čo nie je vždy možné vypočítať.

Nevýhodou je, že pri DCF entity je potreba upravovať štruktúru kapitálu, tak aby sa vzťahovala na výsledné ocenenie. Je potreba dávať pozor nato, aby štruktúra kapitálu bola správne kombinovaná jak s výpočtami vlastného kapitálu tak aj s celkovými priemernými nákladmi.

DCF EQUITY

Výhodou je jej prehľadnosť, keď sú jednotlivé toky a hodnota pre vlastníkov videné v priebehu celého výpočtu. Využíva sa pre banky a iné finančné inštitúcie, pre ktoré je DCF entity nevhodná a v ktorých má úročený kapitál iné postavenie ako v nefinančných inštitúciách.

Nevýhodami sú potreba znalosti finančnej politiky podniku to znamená, že ju nie je možné vykonať pri oceňovaní nejakej časti podniku.

DCF APV

Veľkou výhodou tejto metódy je fakt, že nepoužíva kapitálovú štruktúru vo forme podielu vlastného a cudzieho kapitálu. To znamená, že sa v začiatku ocenenia odstraňuje komplikácia s odhadom tržnej hodnoty hlavne vlastného kapitálu. Ďalším pozitívnym javom je jej vypovedacia schopnosť keď pri ocenení na úrovni entity určuje, akú časť hodnoty vyprodukuje provoz podniku a akú časť tvorí daňový štít.

Nevýhodou je zatiaľ jej mála využívanosť, čo sa však časom môže meniť. Podobne ako u DCF equity je potreba poznať finančnú politiku firmy, takže nie je možné ju použiť pre oceňovanie hospodárskych častí podniku. Problémom je tiež schopnosť odhadnúť nezadĺžené náklady vlastného kapitálu. Pri určovaní nákladov vlastného kapitálu sa vychádza z dát kapitálového trhu, kde su však väčšinou údaje o zadĺžených firmách. Prepočet sa potom deje na základe teoretického postupu. Často sa však stáva, že oceňovatelia nemôžu vychádzať priamo z dát o oceňovanom podniku a tak volia formu analógie, pri ktorej sa prepočtu podľa zadĺženia aj tak nevyhnú.

3.2 Majetková metódy

Jednotlivé majetkové metódy ocenenia spočívajú v ocenení jednotlivých zložiek aktív, záväzkov a aj dlhov. Majetkové ocenenie sa využíva pri oceňovaní investičných či holdingových majetkových podielov podnikov, takže spoločností, ktoré držia rôzne formy aktív prinášajúce im výnosy.

3.2.1 Účtovná metóda

Základným podkladom účtovnej metódy je rozvaha. Hodnota je teda odvodená z historických cien. Pri účtovnej metóde sa hlavne oceňuje fixný majetok, obežný majetok, záväzky a dlhy v nominálnych hodnotách. Týmto prístupom sa ako prvé oceňujú jednotlivé zložky aktív samostatne.

Po ich sčítaní je získané súhrné ocenenie aktív a po odčítaní hodnoty dlhov a záväzkov vznikne hodnota vlastného kapitálu - vyjadrené vzorcom (22).

$$\text{Hodnota vlastného kapitálu} = \text{účtovná hodnota} - \text{účtovná hodnota záväzkov a dlhov} \quad (22)$$

Účtovná metóda patrí síce k veľmi jednoduchým metódam vďaka ľahkej dostupnosti dát a jednoduchému výpočtu no taktiež patrí k najmenej presným metódam. Aktíva sú totižto ohodnocované na báze účtovného ocenenia a vďaka tomu nie sú zohľadnené nehmotné aktíva. Nevýhodou je aj, že tento princíp nevychádza z tržného ocenenia, ktoré sa môže líšiť od nominálnych účtovných hodnôt (Dluhošová, 2006).

3.2.2 Substančná metóda

Metóda substančná má dlhodobú tradíciu. Patrí k metódam, ktoré sa na určenie tržnej hodnoty používali ako prvé. Pôvod má v Európe konkrétne v Nemecku. Ide o metódu strednými investormi veľmi obľúbenú, pretože podáva presvedčivé, ľahko kontrolovateľné výsledky. Taktiež podáva investorovi aktuálne informácie o finančnej situácii a potenciálnych rizikách spojených s provozovaním (Kislingerová, 2001).

Princíp substančnej metódy spočíva v znížení reprodukčnej obstarávacej ceny jednotlivých aktív o reálne ocenenie všetkých záväzkov a dlhov k dátumu ocenenia pri predpoklade pokračovania podniku. Substančná metóda sa považuje za súhrn samostatne ocenených jednotlivých položiek majetku a záväzku. Pri oceňovaní len aktív, sa používa označenie brutto substančná hodnota. Netto substančnú metódu získame odpočítaním reálne ocenenie všetkých záväzkov od brutto hodnoty. Postup je znázornený vzorcom (23):

Súhrn majetkových hodnôt v reprodukčných cenách

$$\begin{aligned}
 &+ \quad \text{Výnos z predaja nepotrebného majetku} \\
 &= \quad \textbf{Substančná hodnota brutto } S_b \\
 &- \quad \text{Hodnota záväzkov a dlhov v reálnych cenách} \\
 &= \quad \textbf{Substančná hodnota netto } S_n
 \end{aligned}
 \tag{23}$$

Pri porovnaní s účtovnou metódou má substančná metóda viacej výhod. Prvou je, že výsledná hodnota kopíruje tržné podmienky, keďže sú pri ocenení používané reprodukčné obstarávacie ceny. Na základe toho, sa dá reálnejšie zobrazit' hodnota majetku podniku. Nevýhodou je, že sa v úvahu neberie hodnota goodwillu a súčasnej a budúcej výnosnosti podniku (Dluhošová, 2006).

Zisťovanie substančnej hodnoty prebieha vďaka určeniu nákladov na znovuožarovanie, ktoré sú základom ocenenia tejto metódy. Určenie prebieha niekoľkými spôsobmi (Mařík, 1996):

- indexová metóda vychádza z historických cien, ktoré sú upravené vhodným cenovým indexom k dátumu ocenenia,
- priame zisťovanie cien, pri ktorých sa ceny odvodzujú z podkladov výrobcov,
- oceňovanie podľa zvolenej jednotky je obdobné ako predchádzajúci prípad, s tým rozdielom, že zistené ceny sa prepočítajú na zvolenú jednotku,
- funkčné zisťovanie cien je kombináciou predchádzajúcich troch metód,
- základné metódy používané pre určenie substančnej hodnoty sú likvidačná hodnota, ocenenie na bázi historických cien, substančná hodnota na princípe reprodukčných cien a nákladov na hradenie a substančná hodnota na princípe úspory nákladov.

Metóda likvidačnej hodnoty

Likvidačná hodnota inak tiež nazývaná vnútorná hodnota je dôležitá z toho hľadiska, že tvorí dolnú hranicu ceny hodnoty podniku. Využíva sa v prípade, keď sa nepredpokladá dlhodobější existencia podniku. Princíp likvidačnej hodnoty nie je teoreticky obtiažny, zatiaľ čo v praxi býva zrealizovateľný len komplikovane, keďže sa nedá určiť ako trh bude akceptovať ceny majetku. Výpočet (24) spočíva v zistení hodnoty majetku k určitému okamžiku. Prepokladmi sú ukončenie činnosti podniku, rozpredaj aktív a splatenie záväzkov podniku. Väčšinou prebieha likvidácia po vonkajšom tlaku veriteľov. (Sedláček, 2011).

Princíp výpočtu likvidačnej hodnoty:

$$\begin{array}{ll} + & \text{Príjmy z predaja majetku} \\ - & \text{Výdaje (na náklady likvidácie, na vyrovnanie dlhov)} \\ \pm & \text{Bežné podnikové príjmy a výdaje} \\ = & \textbf{Likvidačná hodnota} \end{array} \quad (24)$$

Likvidačná hodnota sa využíva predovšetkým pre tieto účely:

- odhadnutie dolnej hranice hodnoty podniku,
- rozhodovanie o budúcnosti podniku (sankcia alebo likvidácia),
- meranie istoty návratnosti kapitálu investovaného do podniku.

Ocenenie na princípe historyckých cien

Majetková hodnota je určená v tejto metóde na základe historických cien, za ktoré bol majetok podniku zaobstaraný v skutočnosti. Je tak určený podľa platných predpisov z účtovníctva. Účtovná hodnota však nezobrazuje reálnu hodnotu, len pôvodný rozsah investovaného kapitálu. Používa sa pri určovaní majetkovej hodnoty za predpokladu pokračujúceho podniku – tzv. going concern principle (Sedláček, 2011).

Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien

Koľko by stálo opätovné vybudovanie celého podniku? Na túto otázku odpovedá odhad substančnej hodnoty na základe reprodukčných cien. Dá sa povedať, že určuje hornú

hranicu ceny, pretože pri racionálnom uvažovaní by nikto nemal byť ochotný zaplatiť za podnik viac, ako by stálo kompletne vybudovanie rovnakého podniku (Sedláček 2011).

Rozlišujú sa dve substančné hodnoty a to brutto a netto. Substančná hodnota brutto sa získa znížením aktuálnych reprodukčných cien toho istého alebo podobného majetku pomocou opotrebenia. Ide teda o hodnotu znovuobstarania aktív podniku. Pri odčítaní dlhov sa od tejto hodnoty získava substančná hodnota netto, teda ocenenie vlastného kapitálu. Ďalej sa rozlišuje situácia, pri ktorej sa vyčísľujú všetky náklady na znovuvybudovanie podniku spolu s nehmotnými položkami k dátumu ocenenia. Ide o tzv. úplnú substančnú hodnotu podniku, ktorá je však v praxi veľmi ťažko zistiteľná. Neúplná substančná hodnota obsahuje hmotný aj nehmotný majetok, ktorý je individuálne vymedzený. Práve tento prípad je v praxi viacej uplatňovaný (Mařík, 2003). Význam metódy spočíva predovšetkým v stanovení aktualizovanej obstarávacej ceny na vybudovanie podobného alebo rovnakého podniku.

3.3 Komparatívna metóda

Inak nazývaná metóda porovnávacia. Hodnota aktív alebo kapitálu sa odvodzuje z dostupných informácií zrovnateľných podnikov. Zväčša je táto metóda využívaná podnikmi, ktorých podiely sú obchodovateľné na finančných trhoch. Hodnota firmy je stanovená vzorcom (25) následovne:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{zrovnateľná firma}} \cdot \text{ukazateľ}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (25)$$

Dôležitou časťou je určenie multiplikátorov, ktoré zohľadňujú rozdiely absolútnych veľkostí vybraných ukazovateľov oceňovaného podniku a porovnávaného podniku.

Výhoda tejto metódy je rýchlosť výpočtu a jeho jednoduchosť. V praxi je však málo využívaná z dôvodu špecifik jednotlivých podnikov a ich rozdielnej fáze vývoja. Napriek tomu, metóda má svoje opodstatnenie, keď vymedzuje interval, v ktorom sa môže cena podniku pohybovať (Dluhošová, 2006).

3.4 Kombinovaná metóda

Podstatou kombinovanej metódy je výpočet hodnoty založený na priemere hodnôt prepočítaných podľa výšky už uvedených metód. Výpočet sa prevedie váženým priemerom ako je vyjadrené vzorcom (26).

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i \quad (26)$$

kde w_i sú váhy priradené jednotlivým metódam a V_i je hodnota prepočítaná podľa jednotlivých metód. Často sa do kombinácie používajú ocenenia výnosové a substančné. Tento princíp eliminuje nedostatky ako substančnej metódy (nezohľadnenie očakávaných výnosov podniku) tak aj výnosovej metódy (nezachycuje skutočnú hodnotu majetku) (Dluhošová, 2006).

3.4.1 Metóda strednej hodnoty (Schmalenbachová metóda)

Zástupkyňou kombinovaných metód je u oceňovateľov obľúbená metóda strednej hodnoty. Pracuje s výnosovou metódou a tiež so substančnou metódou založenou na reprodukčných cenách a podoba jej vzorca (27) vyzerá nasledovne:

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2} \quad (27)$$

kde: x_1 a x_2 sú váhy zvolené pre jednotlivé metódy.

Je to tak z toho dôvodu, že substančná hodnota má v rôznych segmentoch trhu odlišný význam a to je potrebné zahrnúť do výpočtu. Táto metóda by sa mala využívať len v prípade, že sa výnosová a substančná metóda nebudú od seba veľmi odlišovať (max o 10 %). Pokiaľ výnosová hodnota omnoho prevyšuje hodnotu substančnú je to znak toho, že existuje v podniku goodwill a je vhodné vziať za základ ocenenia opäť len výnosovú metódu s pripočítaným goodwillom (Mařík, 2003).

4 Finančná analýza a jej význam pre ocenenie

Finančná analýza úzko súvisí so správnym oceňovaním podniku. Je to jeden z krokov, ktorý určuje predpoklady pri oceňovaní. Poskytuje drobný pohľad ako sa spoločnosť vyvíja, ako hospodári. Podnik potrebuje vedieť svoje silné a slabé stránky a práve to mu poskytuje finančná analýza ako nástroj diagnózy ekonomických procesov s vonkajším ale aj vnútorným prostredím podniku. Finančná analýza je z dôvodu veľkej premenlivosti údajov a ich obtiažneho spracovania schopná určiť výstupy, ktoré podávajú o výkonnosti podniku jasný prehľad.

Jak uvádza Sedláček (2011, s. 3), „Finanční analýza podniku je pojímaná jako metoda hodnocení finančního hospodářství podniku, při které se získaná data třídí, agregují, poměrují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj. Tím se zvyšuje vypovídací schopnost zpracovávaných dat, zvyšuje se jejich informační hodnota.“

Finančná analýza má pre potreby oceňovania dve hlavné úlohy. Tá prvá spočíva v preverení zdravia podniku, zatiaľ čo druhá úloha si dáva za cieľ vytvoriť podklad pre finančný plán podniku, pri využívaní výnosových metód. Úlohou finančnej analýzy v oceňovaní nie je vypočítať jednotlivé ukazovatele a na základe ich výsledkov slepo konštatovať závery. Oceňovateľ musí vytvoriť závery, ktoré sa premietajú do oceňovania ako napríklad: formulovať predbežne budúcnosť podniku v náväznosti na strategickú analýzu, či stanoviť riziko, pokiaľ podnik má výrazné nedostatky (Mařík, 2003).

Postup finančnej analýzy pozostáva z niekoľkých krokov:

- zber podkladov a dát pre analýzu,
- výpočet hlavných ukazovateľov, analýza účtovných výkazov,
- formulácia záverov,

4.1 Zdroje informácií pre finančnú analýzu

Základnými zdrojmi finančnej analýzy sú nasledujúce výkazy:

Výkazy finančného účtovníctva, ktoré slúžia predovšetkým pre externých užívateľov. Poskytujú prehľad o štruktúre majetku a zdrojoch krytia (rozvaha), o užití výsledku hospodárenia (výkaz zisku a strát) a nakoniec aj o pohyboch peňažných tokov (výkaz Cash Flow).

Výkazy vnútropodnikového účtovníctva, ktoré si každý podnik vytvára sám podľa vlastných potrieb nakoľko nepodliehajú žiadnej metodologickej úprave. Zaraďujú sa sem výkazy, ktoré zobrazujú podnikové náklady v rôznom členení – druhové a kalkulačné. Ďalej výkazy o spotrebe nákladov na výkony v jednotlivých strediskách. Tieto výkazy nie sú verejne dostupnými, majú interný charakter.

Okrem vyššie uvedených základných zdrojov, je možné využiť aj ďalšie relevantné informácie, ktoré je možné rozdeliť následovne (Dluhošová, 2006):

Finančné informácie do ktorých patria: účtovné výkazy, výročné správy, vnútropodnikové informácie, prognózy finančných analytikov, zprávy o vývoji úrokových mier.

Kvantifikované nefinančné informácie, ktoré pozostávajú z nahromažďovaných firemných štatistík produkcie, odbytu, prosperity, zamestnanosti apod.

Nekvantifikovateľné informácie, ktoré tvoria správy vedúcich úsekov, manažérov, odborného tisku a aj nezávislých hodnotení.

Kvalita a úplnosť týchto informácií veľkou mierou určuje vypovedaciu schopnosť celej finančnej analýzy a tým aj úspech ocenenia preto by mala byť výberu dát venovaná veľká pozornosť.

4.2 Ukazovatele finančnej analýzy

Ukazovateľov finančnej analýzy je nespočetne. Ich výber, však záleží na charaktere podniku, v akom odvetví sa podnik nachádza a aj na výpovednej funkcii jednotlivých ukazovateľov. V klasickej finančnej analýze sú dve navzájom prepojené časti:

- kvalitatívna, tzv. fundamentálna analýza,
- kvantitatívna, tzv. technická.

4.2.1 Fundamentálna analýza

Základom kvalitatívnej analýzy sú vedomosti založené na súvislostiach medzi ekonomickými a mimoekonomickými javmi a taktiež na skúsenostiach odborníkov. Fundamentálna analýza vychádza z prvotnej identifikácie prostredia, v ktorom sa podnik nachádza.

Jedná sa predovšetkým o analýzu vplyvu (Sedáček, 2011):

- vnútorného ale aj vonkajšieho ekonomického prostredia podniku,
- práve prebiehajúcej fáze života podniku,
- charakteru podnikových cieľov.

Analýza sa vykonáva komparatívnou metódou, medzi ktorú patrí napr: SWOT analýza, BCG matice a metóda kritických faktorov úspešnosti. Ide hlavne o verbálne hodnotenia.

Faktory, ktoré sa posudzujú a hodnotia pri finančnej analýze sú (Sedláček, 2011):

- makroekonomické prostredie, ktoré ovplyvňuje fiškálna a monetárna politika vlády. To má dopad na celkovú peňažnú ponuku a dopyt, zamestnanosť, devízové kurzy, úrokové miery a infláciu. Patrí sem daňové zaťaženie a finančná štruktúra,
- Mikroekonomické prostredie, ktoré je určované odvetvím v ktorom podnik pôsobí, konkurenciou a aj hospodárskou politikou vykonávanou na strane ponuky a napokon ešte politikou proti nedokonolostiam trhu ako – monopol, oligopol a politika na trhu práce, kapitálu atd.,

- fáza životného cyklu je ďalší dôležitý pojem. Ak sa podnik po niekoľkých obdobiach dostane do fázy úpadku nemusí to znamenať nevyhnutný zánik, pretože sa dá vhodnými opatreniami nasmerovať opäť do fázy rastu,
- obsahom analýzy je taktiež situácia, kde si rôzne záujmové skupiny v rámci podniku môžu škodiť. Ako napr: manažéri, ktorí môžu preferovať krátkodobé výsledky, podľa ktorých je posudzovaná zdatnosť a výkonnosť podniku. Podobné to je aj so zamestnancami, ktorí by uprednostovali rozdelenie prebytku hospodársky kladného výsledku na ich mzdy, čo by však nenútilo vlastníkov podniku maximalovať zisk. Dôležitá časť je určite aj spoločenská zodpovednosť podniku k subjektom, s ktorými je v kontakte a tými sú akcionári, veritelia, zákazníci, dodávatelia, verejnosť ale aj štát.

Tento typ analýzy naväzuje na strategickú analýzu, ktorá bude uplatnená v praktickej časti. Dôležitou časťou však z hľadiska ukazovateľov je technická analýza.

4.2.2 Technická analýza

Na rozdiel od prechádzajúceho typu, technická analýza vychádza z rôznych matematických, štatistických a ďalších metód, ktoré sú následne ekonomicky interpretované. Postup tejto analýzy pozostáva z nasledujúcich etáp (Sedláček, 2011):

Charakteristika prostredia podniku a zdroje dát

- **Výber porovnateľných podnikov** – podobnosť sa zohľadňuje hlavne v obore podnikania, vstupov i výstupov, štruktúre zákazníkov a celkového prostredia, v ktorom sa podnik nachádza. Tým sa myslia napr: geografické, politické, historické a iné prostredia.
- **Príprava dát** – zdroje, ktorý poskytuje fundamentálna analýza, účtovníctvo podniku, finančné aj nefinančné ukazovatele patria medzi kľúčové prvky správnej analýzy. Ich výber závisí na účele analýzy. Ukazovatele delíme na extenzívne a intenzívne.
- **Zber dát a overenie ich použiteľnosti** - Obecne uznávané zásady účtovníctva o stálosti metód, podľa ktorých sa nesmú podmienky účtovania počas roka meniť, umožňuje časovú zrovnateľnosť ukazovateľov.

Výber metódy a spracovanie dát

- voľba metódy a výber jednotlivých ukazovateľov,
- výpočet ukazovateľov,
- hodnotenie pozície podniku,

Pokročilé spracovanie dát

- identifikácia modelu dynamiky,
- kauzálna analýza, ktorá hodnotí vzťahy medzi ukazovateľmi,
- korekcia a následné zistenie odchýliek,

Návrhy na dosiahnutie cieľového stavu

- varianty návrhy na opatrenia,
- odhady rizík variantných riešení,
- výber doporučenej varianty.

Technická analýza obsahuje množstvo ukazovateľov, prácou oceňovateľa je však vybrať tie správne a vhodné pre typ oceňovaného podniku. Prehľad tých najpoužívanejších je uvedený v ďalšej časti.

a) Horizontálna analýza

Táto analýza kvantifikuje medziročné zmeny pomocou indexov a diferencií (rozdielov). Je potrebné v tomto prípade zistiť, o koľko percent sa každá položka oproti minulému roku zmenila (tj. index) a o koľko sa zmenili položky v absolútnych číslach (tj. diferencia). Zmeny sa sledujú po riadkoch preto sa táto analýza nazýva aj horizontálnou (Kislingerová a Hnilica, 2005).

Ak sa hodnota položky z bilancie označí ako i v čase t - $B_i(t)$ index, vývoj položky sa zapíše k minulému následovne (28).

$$I_{t-1}^i = \frac{B_i(t)}{B_i(t-1)} \quad (28)$$

Pri vyjadrení v percentách, sa vynásobí hodnota indexu číslom sto, čo znamená, že prvý vzorec priradí vzťažnej veličine $B_i(t-1)$ hodnotu 100.

Môže nastať situácia, keď nejde vypočítať index (deliteľ sa rovná nule), alebo keď sa porovnáva veľmi malá položka z minulého obdobia s tou, ktoré prudko narástla v tom nasledujúcom, čo spôsobuje skreslenie výsledku a preto je vhodnejšie použiť diferenciu (rozdiely).

Matematický zápis diferencie by bol vyjadrený rovnicou (29):

$$D_{t/t-1} = B_i(t) - B_i(t-1) \quad (29)$$

kde: $D_{t/t-1}$ je zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu,
t čas,
 B_i hodnota bilančná položka i.

Horizontálna analýza je používaná hlavne k zachyteniu vývoja v štruktúre majetku ale aj kapitálu podniku. Pri vypracovávaní dát patrí medzi najjednoduchšie ale aj najčastejšie používané metódy zobrazujúce minulosť podniku ale aj jeho možný budúci vývoj (Sedláček, 2011).

b) Vertikálna analýza

Pri vertikálnej anlyze sú charakterizované komponenty majetku a kapitálu. Vďaka prehľadu o pasívach a aktívach je zrejmé určiť, aké je zloženie prostriedkov potrebných pre výrobný proces, ako aj obchodných aktivít a z akých zdrojov boli zaobstarané. Názov vertikálna analýza vyplýva z percentuálneho vyjadrenia komponentov, ku ktorým sa pristupuje od hora dole po stĺpcoch. Základom vertikálnej analýzy je z výkazu zisku a strát veľkosť tržieb a z rozvahy celková hodnota aktív podniku. Táto metóda sa používa hlavne k porovnávaní v čase (vývojových trendov v podniku za viac rokov), z dôvodu jej nezávislosti na medziročnej inflácii (Sedláček, 2011).

Na vertikálnu analýzu sa hľadá ako na porovnávanie jednotlivých položiek finančných výkazov v relácii k inej veličine. Pri hľadaní vzťahu k jednotlivým položkám P_i , bude

výpočet vyzerat' následovne (30). B_i je veľkosť položky bilancie a súčet B_i je suma hodnôt položiek určitého celku.

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i} \quad (30)$$

V rozvahe je suma položiek jednoznačná a je ňou bilančná suma. Jednotlivé položky potom odrážajú, z koľkých percent sa podieľajú na celkovej bilančnej sume.

c) Indexová analýza

Indexy merajú dynamiku zmeny jednotlivých ekonomických javov. Porovnávajú a analyzujú akékoľvek dva extenzívne alebo intenzívne ukazovatele v podobe absolútnych čísiel, pomerov či priemerov. Analýza sa môže zameriavať na dodržanie zásad akými sú zlaté pari pravidlo a zlaté bilančné pravidlo. Je možné ich obe zapísať pomocou nerovností (31) následovne:

$$\text{Dlhodobý majetok} < \text{vlastný kapitál}$$

$$\text{Dlhodobý majetok} < \text{vlastný kapitál} + \text{dlhodobý cudzí kapitál}$$

$$\text{Stále aktíva} + \text{fixná zložka obežných aktív} < \text{vlastný kapitál} + \text{dlhodobý cudzí kapitál} \quad (31)$$

Dodržiavanie zlatých pravidiel vedie k nadbytku dlhodobého kapitálu nad dlhodobými aktívami a podnik tým pádom môže bezpečne operovať s čistým pracovným kapitálom, ktorý posiluje jeho stabilitu (Sedláček, 2011).

Zlaté pravidlo má svoju podobu aj pri obežných aktívach. Tie by mali byť kryté cudzím kapitálom. Stav podkapitalizovaniu zodpovedá situácia (32) a znamená to nekrytie dlhu:

$$\text{Obežné aktíva} < \text{krátkodobý cudzí kapitál} \quad (32)$$

Dynamiku vývoja je možné zachytiť pomocou reťazových indexov a aj pomocou tokových indexov. Vývoj cash flow celkových výnosov a nákladov sa zachytí pomocou nerovnosti (33):

$$I_{CF} < I_V < I_N \quad (33)$$

Ak nie je dodržaná jedná z nerovností, znamená to, že v budúcnosti budú prevažovať záporné peňažné toky a podnik sa tak vyskytne v probléme so solventnosťou.

d) Pomerové ukazatele

Najčastejšie vychádzajú pomerové ukazovatele z rozvahy a z výkazu zisku a strát. Pomocou podielu charakterizujú vzťah dvoch alebo viacerých absolútnych hodnôt. Patria medzi základné finančné charakteristiky podniku aj kvôli jednoduchosti výpočtu a záverov, ktoré sa z nich dajú vyvodiť. Ich nevýhodou je neschopnosť popísať a vysvetliť jednotlivé javy.

Dôvody, prečo firmu analyzovať pomocou pomerových ukazovateľov je viacero:

- sú schopné uskutočňovať analýzu vývoja firmy v čase,
- uskutočňujú možné porovnanie v priestore, to znamená podobné firmy sa dokážu porovnávať navzájom,
- môžu slúžiť ako údaje pre ďalší matematický rozbor, slúžiaci pre opísanie závislosti medzi javmi, ich vývoja v budúcnosti či pri hodnotení rizika.

Ukazatele rentability

Najpoužívanějšími ukazovateľmi sú (Dluhošová, 2006):

ROI - rentabilita investovaného kapitálu

$$ROI = \frac{\text{zisk pred zdanením} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}} \quad (34)$$

Vzorec (34) vyjadruje akou účinnosťou pôsobí celkový vložený kapitál (priemeruje sa z hodnoty na začiatku a na konci účtovného obdobia) do podniku, bez závislosti na zdroji financovania. V čitateli zlomku môže byť rôzna forma zisku, závisí to od odhadcu, ktorý typ zvolí. Môže sa jednat o EBIT (earnings before interest and taxes), EAT (earnings after taxes) alebo EBT (earnings before taxes).

ROA - rentabilita celkových vložených aktiv

$$ROA = \frac{EBIT}{aktíva} \quad (35)$$

Ukazovateľ (35) dáva do pomeru zisk s celkovými aktívami, financovaných z akýchkoľvek zdrojov (vlastných, cudzích, dlhodobých i krátkodobých). Ak je v čitateli zisk pred zdanením a odpočítaním nákladových úrokov takz. EBIT, ukazovateľ potom meria hrubú produkčnú silu aktív podniku (Knapková a Pavelková, 2010). Užitočnosť je hlavne v tom, že dokáže porovnať podniky s rozdielnymi daňovými základmi alebo s úrokovým zaťažením. Ak sa dosadí do čitateľa zisk zdanenia teda čistý, pomeruje tento ukazovateľ aktíva nielen so ziskom ale aj s úrokmi, ktoré sú odmenou pre veriteľov za zapožičanie kapitálu.

ROE – rentabilita vlastného kapitálu

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastný kapitál}} \quad (36)$$

Ukazovateľ (36) slúži najmä pre akcionárov, vlastníkov a ďalších investorov. Zisťujú ním ako sa ich vložené prostriedky zhodnocujú a aký prinášajú výnos pri zohľadnení investičného rizika. Pre investorov je dôležité aby bol ROE vyšší ako možný výnos úrokov, ktoré by obdržal pri inej forme investovania.

Ukazatele aktivity

Táto skupina slúži na meranie úspešnosti využívania aktív managementom. Keďže sa aktíva delia na niekoľko úrovní tak sa aj ukazovatele aktivity kalkulujú na niekoľkých úrovniach. Je nutné spomenúť, že pre každé odvetvie hospodárstva sú typické iné hodnoty, preto je potrebné hodnotiť výsledky týchto ukazovateľov vždy vo vzťahu k odvetviu, v ktorom podnik pôsobí. Keďže ukazovateľ často pomeruje tokovú veličinu (tržby) k stavovej veličine (aktíva) je možné vyjadriť tento ukazovateľ následovne v dvoch modeloch (Dluhošová, 2006):

- obrátkovosť – vyjadruje koľko obrátok aktív bolo dosiahnutých za jedno obdobie (zvyčajne rok) pri dosiahnutých tržbách,
- doba obratu – vyjadruje počet dní, ktoré tvoria jednu obrátku.

Obrat aktív sa určí ako podiel celkových tržieb a celkových aktív. Všeobecne platí, že čím väčšia je hodnota tohto ukazovateľa tým lepšie. Minimálna doporučovaná hodnota je 1.

Dobu obratu pohľadávok pomeruje priemerný stav pohľadávok k tržbám. Táto hodnota je však ešte vynásobená počtom dní, čo vlastne vyjadruje počet dní odkedy nastane predaj až po splatenie pohľadávok odberateľmi. Podobný význam má aj doba obratu záväzkov, kde sa však v čitateli nachádzajú krátkodobé záväzky (Knapková a Pavelková, 2010).

Ukazovatele zadĺženosti

Zadĺženosť je veľkým nebezpečením pre podnik nie len v rámci finančnej stability ale aj v rámci oceňovania, pretože dokáže navyšovať hodnotu podniku. Preto sa týmto ukazovateľom venuje patričná pozornosť. Sledujú vzťah medzi vlastnými a cudzími zdrojmi financovania a merajú rozsah v akom používa podnik k financovaniu svojích aktivít dlhy (Dluhošová, 2006).

Celková zadĺženosť

$$\text{Celková zadĺženosť} = \frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{celkové aktíva}} \quad (37)$$

Veritelia uprednostňujú nižší ukazovateľ zadĺženosti, pretože, čím je podiel cudzieho kapitálu nižší, tým je väčšia istota nebyť stratový.

Obdobným ukazovateľom je koeficient dlhodobej zadĺženosti, ktorý pomeruje cudzí kapitál a vlastný kapitál (38).

Dlhodobá zadĺženosť

$$\text{Dlhodobá zadĺženosť} = \frac{\text{dlhodobý cudzí kapitál}}{\text{celkové aktíva}} \quad (38)$$

Vyjadruje aká časť aktív je financovaná pomocou dlhodobých cudzích zdrojov, ktoré sú zložené z úverov, obchodných záväzkov ale aj rezerv.

Podobným ukazovateľom je bežná zadĺženosť, ktorá pomeruje krátkodobý cudzí kapitál a celkové aktíva. Do čitateľa sa zahrňujú krátkodobé záväzky, bankovné úvery – bežné, pasívne prechodné a dohadné položky.

Dlhodobé krytie stálych aktív

$$\text{Dlhodobé krytie stálych aktív} = \frac{\text{vlastný kapitál} + \text{dlhodobý cudzí kapitál}}{\text{stále aktíva}} \quad (39)$$

Hodnota ukazovateľa vyššia ako jedna, znamená prekapitalizáciu, ktorá znamená zníženie celkovej efektívnosti podnikania, no na druhej strane zvýšenie stability podniku.

Ukazatele likvidity

Likvidita je charakterizovaná ako súhrn všetkých likvidných prostriedkov, ktorými podnik disponuje na úhradu svojich splatných záväzkov. Ukazovatele likvidity pomerujú to, čím sa záväzky môžu splatiť k samotným dlhom.

Bežná likvidita

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{obežné aktíva}}{\text{krátkodobé záväzky}} \quad (40)$$

Vyjadruje ako sú schopné obežné aktíva kryť krátkodobé záväzky. Podnik s nevhodnou štruktúrou obežných aktív sa môže ľahko dostať do problémov so splatením záväzkov, z dôvodu toho, že premena zásob na hotovostné prostriedky trvá pomerne dlho. Ukazovateľ by sa mal dostávať nad hodnoty vyššie ako 1,5.

Pohotovú likviditu

Tento ukazovateľ reaguje na nedokonalosť predchádzajúceho ukazovateľa tým, že z čitateľa odčíta zásoby, tým pádom tam ostávajú len peňažné prostriedky, krátkodobé CP a krátkodobé pohľadávky. Hodnota vyššia ako 1 je pre podniky vyhovujúca.

$$\text{Pohotovú likviditu} = \frac{\text{obežné aktíva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé záväzky}} \quad (41)$$

Okamžitá likvidita

Schopnosť tohto ukazovateľa je určiť ako je schopný podnik splácať svoje práve splatné dlhy. Likvidita sa považuje za zaistenú ak ukazovateľ dosahuje hodnotu aspoň 0,2. Medzi ekvivalenty sa v čitateli radia: splatné dlhy, šeky a voľne obchodovateľné krátkodobé CP.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{peň. prostriedky} + \text{ekvivalenty}}{\text{okamžité splatné záväzky}} \quad (42)$$

Izolovanosť jednotlivých ukazovateľov môže byť pre oceňovateľa problémom. Dôležité nie je, aby ukazovatele spadali do im patriacich intervalov ale dôležitý je celkový pohľad na výsledok. Je potreba hľadať príčiny zmien v ukazovateľoch a ich dôvody.

Záverový ohľadom vypovedacej schopnosti pomerových ukazovateľov je možné zhrnúť nasledovne:

Je málo pravdepodobné aby podnik spĺňal všetky kritéria ukazovateľov, často sa kombinujú dobre aj zlé výsledky a je preto veľmi dôležité správne formulovať závery, ktoré môžu vychádzať buď zo skúseností a intuície oceňovateľa, alebo zo zvoleného algoritmu, ktorý býva prevádzaný bodovacími metódami. Pri tomto algoritme sa vyberú štyri najdôležitejšie ukazovatele ako uvádza tab. 6.

Tab.6: Stupnica hodnotenia finančnej situácie podniku

Ukazateľ	STUPNICA HODNOTENIA (Známky)				
	Veľmi dobrý 1	Dobrý 2	Stredný 3	Zlý 4	Hrozba insolvencie 5
Podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	záporný
Podiel provozného cash flow k tržbám	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	>12 %	> 8 %	< 8 %	záporná
Doba splácania dlhov	< 3 roky	< 5 rokov	< 12 rokov	> 12 rokov	> 30 rokov

Zdroj: MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 96

Priemerom jednotlivých známok sa určí výsledná známka. Pri špecifickom prípade je možné priradiť váhy jednotlivým ukazovateľom a určiť následne vážený priemer.

Ďalším čiastkovým záverom je nepotrebnosť používať ukazatele vo veľkých podnikoch. Ich štruktúra je jedinečná a veľmi ťažko sa hľadajú zrovnávacie hodnoty, preto v tomto prípade je vhodnejšie pre každú jednu divíziu podniku určiť ukazovatele samostatne.

5 Ocenenie podniku výnosovou metódou

V ďalšej časti sa vyberú postupy a metódy podľa vhodnosti a podľa účelu ocenenia pri ocenení vybraného podniku ABC s.r.o., ktorý podniká v preprave áut a kamiónov. Ocenenie bude prebiehať postupne v jednotlivých krokoch známych z náčrtu postupu ocenenia a má formu podobnú posudku v praxi. Predtým ako sa podnik ocení je potrebné stanoviť určité základné predpoklady a omedzujúce podmienky, vypracovať strategickú a finančnú analýzu ako dôležité kroky správneho ocenenia. Firma si neželala byť menovaná, preto jej bol pridelený fiktívny názov a pri vypracovávaní posudku sa k tomu bude prihliadať, čo znamená že niektoré charakteristiky môžu byť zámerne upravované.

5.1 Obecné predpoklady a charakteristiky

Posudok je vypracovaný v súlade s určitými obecnými predpokladmi a omedzujúcimi podmienkami. Pri oceňovaní sa vychádza zo znalcových databázi, všeobecne dostupných informácií a z informácií o prehlásení pravosti a platnosti predložených podkladov. Znalec neodpovedá za pravosť a platnosť vlastnických alebo iných vecných práv k oceňovaným hmotným alebo nehmotným veciam. Znalec vychádza z toho, že informácie získané z predložených podkladov pre spracovanie posudku sú presvedčivé a verné. Posudok sa spracováva podľa podmienok na trhu a oceňovateľ neodpovedá za prípadne zmeny v podmienkach trhu, ktoré nastanú po predaní posudku. Je nutné aby znalec prehlásil, že znalecký posudok rešpektuje právne predpisy v oblasti cien, financovania, účtovníctva, daní apod. a tiež, že posudok je vydávaný v súlade s etickým kódexom.

Vedenie spoločnosti ABC, s.r.o., stanovilo nasledujúcu otázku: Aká je správna výška tržnej ceny spoločnosti ABC, s.r.o., pre potenciálneho kupujúceho? Dôvodom je teda možnosť predaja spoločnosti potenciálnemu investorovi. Rozhodný dátum pre ocenenie je 31.12.2012. K oceneniu bola dodaná správa nezávislého auditora a účtovná uzávierka k 31.12.2012, inventurný zoznam majetku – dopravných prostriedkov, zoznam dopravných prostriedkov obstaraných na leasing, obrátová predvaha k 31.12.2012, rozvaha v plnom rozsahu k 31.12.2012, výkaz zisku a ztráty v plnom rozsahu k 31.12.2012, úplný výpis

z obchodného registra. Tie najdôležitejšie zo spomenutých výkazov sa nachádzajú v prílohách.

5.1.1 Charakteristika spoločnosti

Spoločnosť, ktorej právna forma je spoločnosť s ručeným obmedzením bola založená v roku 1997. Hlavne sa zameriava a zabezpečuje na prepravu osobných automobilov po celej Európe. Zameriava sa taktiež na všetky typy nákladných vozov ako sú: stavebné, poľnohospodárske stroje, karavany, prívesy a pod. Poskytuje servis a opravy príslušných strojov. Medzi ich zákazníkov patria všetky hlavné automobilky pôsobiace na území Českej republiky a taktiež predajcovia a dovozcovia ojazdených vozov. Celkový počet zamestnancov presiahol prvýkrát v roku 2006 číslo 120.

Predmet podnikania:

- kúpa tovaru za účelom jeho ďalšieho predaja,
- prenájom motorových vozidel,
- opravy motorových vozidel,
- silničná motorová doprava ,
- colné deklarovanie,
- špecializovaný maloobchod,
- veľkoobchod.

5.2 Strategická analýza

Vytvoriť strategickú analýzu by mal byť základ každého znaleckého posudku, pretože ide o akýsi predpoklad vierohodnosti potenciálu podniku do budúcnosti. Je podstatné, aby z nej vzišli konkrétne závery týkajúce sa napr: perspektívy podniku v dlhodobom horizonte, vývoja konkurencie, trhu a tržieb oceňovaného podniku a v neposlednom rade aj riziká s tým spojených. Cieľom strategického analýzy bude určiť či podnik má z dlhodobého hľadiska potenciál udržať či navýšiť svoje tržby, čo je kľúčový predpoklad pri určovaní výnosovej metódy.

5.2.1 Vymedzenie relevantného trhu

Cieľom tejto časti strategickej analýzy je vymedziť trh, ktorý spoločnosti prislúcha. Hlavnými činnosťami podniku je preprava vozidiel zmluvných partnerov z územia Českej republiky po celej Európe. Vedľajšími činnosťami je servis automobilov, uskladnenie a aj colné služby. Relevantným trhom bude teda u tejto spoločnosti územie Českej republiky, kde vykonáva svoju činnosť pre svojich odberateľov. Tab. 7 vyjadruje vývoj výroby motorových vozidiel a predaj osobných automobilov za posledných päť rokov. Spoločnosť a jej počet prepravených vozidiel nie je závislý len na počte predaných áut na území Českej republiky. Ovplyvňuje ju aj počet vyrobených vozidiel, keďže aj tieto kusy sa presúvajú po celej Európe. Do tejto štatistiky sa nezapočítava preprava ťažkých strojov, nákladových automobilov ktoré nemajú veľký podiel na tržbách podniku.

Tab. 7: Vývoj výroby a predaja osobných automobilov v ČR od roku

TRHY	2008	2009	2010	2011	2012
Počet vyrobených osobných a malých vozov v ks	940 334	979 085	1 072 263	1 194 981	1 174 267
Percentný ročný rozdiel	X	4,1%	9,5%	11,4%	-1,7
Predaj nových osobných automobilov	161 659	169 236	173 282	174 009	159 000
Percentný rozdiel	X	4,7%	2,4%	0,2%	-8%

Zdroj: vlastné spracovanie

5.2.2 Analýza atraktivity trhu

Hodnotenie atraktivity trhu slúži k pochopeniu súvislostí medzi perspektívou podniku, vývojom jeho tržieb a jeho atraktivitou. Jednou z možností ako atraktivitu trhu určiť je podľa pána prof. Maříka bodové hodnotenie jednotlivých kritérií atraktivity (tab. 8). Rast trhu prináša so sebou často menšiu intenzitu konkurencie, no v prípade rapídneho rastu môže dochádzať k väčším rizikám - udržaním pozície na trhu. Pre veľkosť trhu platí, čím väčší trh tým pre podnik lepšie. Intenzita konkurencie môže nepríjemne ovplyvniť

rentabilitu podniku v prípade , že je konkurencia silnejšia. Priemerná rentabilita, bariéry vstupu a aj substitúty spolu súvisia. Rentabilita bude väčšia tým, čím su bariéry vstupu väčšie a možnosť substitúcie menšia. Citlivosť trhu na konjuktúru je v automobilovom priemysle známym faktom. Preto aj preprava vozidiel závisí od dopytu po vozidlách, tým pádom od HDP a ďalších makroekonomických faktorov. Pozícia odberateľov je voči prepravovateľským spoločnostiam silná, pretože spoločnosti ako je ABC, s.r.o., sú závislé od veľkých automobiliek. Často krát sa preto musia prispôbiť podmienkám odberateľov.

Tab. 8: Bodové hodnotenie atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie kritéria atraktivity							Váha×Body
		Negatívne			Priemer		Pozitívne		
		0	1	2	3	4	5	6	
Rast trhu	3					X			12
Veľkosť trhu	2						X		10
Intenzita konkurencie	3			X					6
Priemerná rentabilita,	2						X		10
Bariéry vstupu	1						X		5
Možnosti substitúcie	1		X						1
Citlivosť na konjuktúru	1		X						1
Štruktúra zákazníkov	2		X						2
Vplyvy prostredia	1				X				3
Celkom	16								63

Zdroj: vlastné spracovanie podľa MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 56

Maximálny počet bodov je 96 (16×6). Dosiahnuté hodnotenie je $50/96 = 0,656 = 52\%$. Hodnotenie naznačuje, že atraktivita trhu je priemerná, čo môže znamenať priemernú perspektívnosť podniku ku vzťahu k rizikám, stabilné tržby na trhu s možnosťou rastu trhu.

5.2.3 Vývoj trhu

Snažiť sa odhadnúť trh je v tejto pozícii veľmi ťažké. Spoločnosť je závislá na automobilkách, ktoré pôsobia na území Českej republiky a tie sú zasa závislé na HDP celej Európy, na kúpnej sile obyvateľstva, na dôvere trhu, na dopyte po vozidlách a aj ich tržných cenách. V dobe, kde sa viacero štátov Európy nachádza v kríze so svojimi rozpočtami a kde panuje skôr pesimistická nálada, je ťažké predvídať. Prognóza však bude vychádzať z faktorov, ktoré ovplyvňujú výrobu automobilov, ďalej z individuálneho názoru oceňovateľa a zo štatistík českých orgánov. Kľúčovými indikátormi sú HDP, miera inflácie, spotreba domácností, nezamestnanosť a aj daňová politika. Predikcia niektorých indikátorov sa nachádza v nasledujúcich tabuľkách.

Tab. 9: Vývoj a prognóza HDP v ČR

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP v mld.	3759	3800	3841	3843	3858	3939	4079	4228
Rast HDP		1,1 %	1,1 %	0,1 %	0,4 %	2,1 %	3,6 %	3,7 %

Zdroj: vlastné spracovanie z údajov Ministerstva financií

Tab. 10: Vývoj a prognóza nezamestnanosti v ČR

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nezamestanosť v tis.	352	384	351	367	404	408	386	349

Zdroj: vlastné spracovanie z údajov Ministerstva financií

Tab. 11: Vývoj a prognóza inflácie v ČR

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Priemerná miera inflácie	1 %	1,5 %	1,9 %	3,3 %	2,1 %	1,7 %	1,9 %	1,1 %

Zdroj: vlastné spracovanie z údajov Ministerstva financií

Tab. 12: Vývoj a prognóza reálnej mzdy v ČR

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mzda v reálnom vyjadrení v Kč	20610	20 753	20 850	20 700	20 700	20 900

Zdroj: vlastné spracovanie z údajov Ministerstva financií

Tab. 13: Vývoj a prognóza spotreby domácností v ČR

Rok 2005 = 100%	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Spotreba domácností	110,3	110,6	112,2	113,7	115,1	116,5	118,5	119,8

Zdroj: vlastné spracovanie z údajov Ministerstva financií

Ceny HDP sú v bežných cenách z toho dôvodu, že pri prognózovaní tržieb pri DCF metódach sa používajú tiež bežné ceny. Predpovede Ministerstvom financií sú do ďalších rokov optimistické, čo sa týka vývoja HDP, vývoja nezamestnanosti, inflácie a aj spotreby domácností, čo môže dávať klamné zdanie, že automobilový trh bude v budúcich rokoch prudko napredovať. Pri prognóze vývoja predaja osobných automobilov v ČR sa však do úvahy musia brať aj iné faktory. Podľa poradenskej firmy PwC (PricewaterhouseCoopers, 2013) je prognóza menej optimistická. V roku 2012 predaj vozidiel stagnoval a PwC očakáva podobný trend aj v roku 2013 a to hlavne v dôsledku opatrnosti spotrebiteľov aj firiem vo výdajoch. Dôvera domácností utrácať je nízka, dôvodom sú negatívne vyhliadky hospodárstva EÚ a tiež neistota ohľadom vývoja situácie na území ČR. Negatívne sa prejavujú aj vládne škrtý a slabý rast reálnych miezd. Po ustálení situácie možno očakávať v rokoch 2014 - 2016 rast predaja, čo je podporované aj vyhliadkami Ministerstva financií ČR. Prehľad týchto údajov uvádza nasledovná tab. 14:

Tab. 14: Prognóza vývoja predaja vozov v ČR

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prognóza predaných áut v ks	161 659	169 236	173 282	174 009	159 000	167 000	175 000	190 000

Zdroj: PwC

5.2.4 Analýza konkurencie a vývoj tržieb

Prvým dôležitým krokom je stanovenie tržného podielu spoločnosti z relevantného trhu.

Tab. 15: Odhad minulých tržných podielov

	2009	2010	2011	2012
Relevantný trh v ks	979 085	1 072 263	1 194 981	1 174 264
Preprava v ks	147 879	139 047	127 865	120 231
Tržný podiel	15 %	12 %	11%	10 %

Zdroj: vlastný výpočet

Tržný podiel sa pohyboval v rozmedzí od 10 – 15% v klesajúcej tendencii. Za relevantný trh bol vybraný trh celej výroby vozidiel v ČR, nakoľko sa spoločnosť podiela aj na preprave vyrobených nielen predaných automobilov.

Čo sa týka identifikácie hlavných konkurentov, na trhu sa nachádza ešte niekoľko silných hráčov, medzi nimi aj silné logistické zahraničné značky, čo môže mať vplyv na klesajúci tržný podiel prevezených automobilov. Kvôli zachovaniu anonymity spoločnosti, nebude v práci ďalej charakterizovaná jej konkurencia dopodrobna. Potenciálu spoločnosti v konkurenčnom prostredí sa bude práca rozoberať v SWOT analýze.

5.2.5 Analýza vnútornej sily spoločnosti

Analýza potenciálu sa už v dnešnej dobe nachádza v rôznych posudkoch. Hlavnou úlohou by malo byť ohodnotenie vnútorných vývojových možností podniku a tiež určiť ako je schopný čeliť konkurencii a hrozbám na trhu. Ide teda o určenie konkurenčnej sily podniku, čím sa detailnejšie myslia konkurenčné výhody, konkurenčné stratégie a celková konkurenčná sila. Závery z tejto časti tak môžu napomôcť pri formovaní výhľadu podniku a pri odhadhe jeho rastu tržieb.

Oceňovaný podnik má mnohé špecifiká. Nejde o tradičný výrobný podnik. Jeho úzka náväznosť na automobilový priemysel a makroekonomické faktory mu z časti znemožňujú ovplyvňovať vlastné výkony. Dôležitým aspektom však ostáva manažment a riadenie podniku, čo v dlhodobom pojatí predstavuje najväčší faktor úspešnosti podniku. Tento dôležitý činiteľ je možné ohodnotiť podľa tab. 16, ktorú vytvoril pán profesor Mařík. Vychádza z množstva faktorov, ktoré hodnotia schopnosť manažmentu riadiť podnik a ich ohodnotením a následnou analýzou sa zisťuje celkový stupeň kvality managementu.

Tab. 16: Bodové hodnotenie kvality managementu

Hodnotenie	Príklad pre zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie							Príklad pre dobre hodnotenie
		0	1	2	3	4	5	6	
Schopnosť tvoriť vízie	Žiadne			X					Vedenie má jasnú predstavu
Schopnosť tvoriť stratégie	Žiadna			X					Vedenie má jasnú stratégiu
Schopnosť prognózovať	Zlá				X				Mimoriadna
Schopnosť oceniť riziká a šance	Optimistické ciele				X				Realistické pohľady
Plánovanie bežnej činnosti	Žiadna				X				Pravidelné, obsiahle
Štýl vedenia, hodnoty	Nejasné kompetencie, preťažené vedenie					X			Jasné kompetencie a hodnoty
Osobná kvalifikácia	nedostatočná						X		Vysoko kvalifikovaný
Schopnosť sa učiť	Ztrnulosť v minulom					X			Výsoká, záujem o nové
Schopnosť rozhodovať	Váhavosť					X			Schopnosť rýchlo nájsť riešenie
Výváženosť technických a ekonomických hľadísk	Jednostrannosť				X				Ovláda obe oblasti
Početnosť bodov		0	0	2	4	3	1	0	
Body × četnosť		0	0	4	12	12	5	0	

Zdroj: vlastný výpočet podľa MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 69.

Získaný počet bodov je 33 z čoho vyplýva, že firma získava $33/10 \approx 3$ body. Management spoločnosti sa tak vyznačuje priemernou kvalitou, v čom je možno nájsť potenciál do budúcnosti na zlepšenie a vylepšenie výhľadu spoločnosti na trhu. Pri analýze vnútornej sily spoločnosti sa ďalej môže ohodnocovať: personál, inovácie a výskum a vývoj, no v tomto prípade diplomová práca tieto faktory hodnotiť nebude, z dôvodu menšieho významu pre tento typ oceňovaného podniku.

Konkurenčnú silu sa určí následne zo SWOT analýzy:

Silné stránky:

- história spoločnosti, značka,
- kvalitná technika,
- komplexnosť služieb, spoľahlivosť,
- dobré vzťahy s odberateľmi.

Slabé stránky:

- vysoká závislosť na externých faktoroch,
- vysoká doba obratu pohľadávok oproti záväzkom,
- závislosť na odberateľoch,
- úpadok tržného podielu.

Príležitosti:

- rozšírenie služieb o ďalšie možnosti prepravy,
- spolupráca s novými zákazníkmi mimo ČR,
- rozvíjajúci sa trh,
- zlepšenie managementu spoločnosti.

Hrozby:

- sila konkurentov,
- zahraničný konkurenti,
- zvýšenie cien pohonných hmôt.

5.2.6 Odvodenie záverov k perspektívnosti podniku

Na základe dielčích analýz a prognózovania relevantného trhu, historických dát, analýzy vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily podnik je možné usúdiť, že podnik má do budúcnosti dobrú perspektívu a potenciál rásť. Atraktivita trhu je v automobilovom priemysle do budúcnosti značne vysoká. Konkurenčná sila podniku je priemerná, dokonca v poslednom období spoločnosť stráca a podobne je na tom aj jeho vnútorná sila, no čo sa

týka budúcich príležitostí, tie sa v tomto segmente budú do budúcnosti tvoriť a spoločnosť má, nato aby voči konkurencii minimálne ubránila svoju pozíciu.

Tempo rastu prepravy vozidiel, ktoré súvisí aj s tržbami podniku posledné roky klesalo. Príčinou mohla byť okrem iného aj hospodárska situácia v rámci Európy, nízka dôvera spotrebiteľov tak aj vysoká konkurencia. Rok 2013 ani podľa očakávaní managementu nebude priaznivý preto sa aj očakáva mierny pokles tržieb spoločnosti o 1,5 % a následne rast o každoročne o 5 % od roku 2013. Pribeh naznačuje nasledujúca tab. 17.

Tab. 17: Historický a budúci vývoj tržieb spoločnosti ABC, s.r.o.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby z predaja tovaru a služieb v tis. Kč	543 372	446 658	423 502	437 545	430 982	452 531	475 158	498 915
Tržby v %		-17,8 %	-5,17 %	3,3 %	-1,5 %	5 %	5 %	5 %

Zdroj: vlastné spracovanie

5.3 Finančná analýza

Na strategickú analýzu naväzuje plynule analýza finančného zdravia podniku. Finančná analýza bude prevedená základným prehľadom, ktorý odpovedá potrebám ocenenia podniku. Spoločnosť prešla fúziou v roku 2008, preto bude finančné úroveň posudzovaná za posledné tri roky.

5.3.1 Majetková štruktúra podniku

Majetkovú štruktúru podniku bude charakterizovať prevedenie horizontálnej a vertikálnej analýzy. Údaje sú prevzaté zo vstupných dát spoločnosti. Sledované obdobie bude od roku 2009 do roku 2012.

Horizontálna analýza rozvahy

Tab. 18: Horizontálna analýza spoločnosti

Položka rozvahy	2009	2010	2011	2012
	Rast v %	Rast v %	Rast v %	Rast v %
Aktíva celkom	14,7%	-27%	-8,5%	-6,5%
Dlhodobý majetok	41,6%	-35,5%	-13,7%	-14,2%
DHM	43,2%	-35,9%	-13,5%	-15,1%
DNM	-49,2%	-58,2%	-100%	
DFM	-98,3%	796,3%	0%	0
Obežné aktíva	11,5%	-9,1%	-1,4%	3,1%
Časové rozlíšenie	56,8%	-47,6%	44,7%	34,3%
Pasíva celkom	14,7%	-27%	-8,5%	-6,5%
Vlastný kapitál	1,1%	15,9%	1,8%	3,5%
Cudzie zdroje	19,8%	-42,6%	-14,3%	-13,5%
Dlhodobé záväzky	37,6%	-43,9%	-32%	-37%
Krátkodobé záväzky	13,5%	-33,9%	-5,9%	31,5%
Bankovné úvery	-100%	0%		37,6%
Časové rozlíšenie		0%	-29,6%	-27,2%

Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných výkazov

Horizontálna charakteristika spoločnosti ukazuje ako spoločnosť hospodárila posledných päť rokov, v roku 2009, spoločnosť zakúpila novú techniku, pozemky a vystavila nové haly, čo sa prejavilo v raste dlhodobého hmotného majetku (ďalej len DHM) o 41,6%. Po tomto roku však nastal len pokles v dôsledku opotrebovania majetku. Výborným znakom pre spoločnosť je, že od roku 2009 kedy splatila svoj krátkodobý úver nebola zadĺžená až do roku 2012, keď sa postupne bankovné úvery začali zvyšovať. Ako sa dalo predpokladať v tomto type podniku podiel dlhodobého majetku na celkových aktívach je vyšší ako podiel obežných aktív o niekoľko desiatok percent. Čo je pozitívnym javom je, že cudzie zdroje sa rok od roka znižujú hlavne vďaka splácaniu záväzkov spoločnosti.

Vertikálna analýza rozvahy

Jednotlivé položky sú dávané do pomeru k bilančnej sume, čo má dôležitnú výpovednú hodnotu smerom k štruktúre majetku podniku viz tab. 19.

Tab. 19: Vertikálna analýza spoločnosti

Položka rozvahy	2009	2010	2011	2012
	Rast v %	Rast v %	Rast v %	Rast v %
Aktíva celkom	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlhodobý majetok	66,7%	58,9%	55,6%	50,7%
DHM	66,7%	58,5%	55,1%	50,1%
DNM	0,01%	0,01%	0%	0,1%
DFM	0,03%	0,4%	0,4%	0,5%
Obežné aktíva	32,6%	40,5%	43,7%	48,1%
Časové rozlíšenie	0,7%	0,5%	0,8%	1,2%
Pasíva celkom	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastný kapitál	24,1%	38,2%	42,5%	47,1%
Cudzie zdroje	75,8%	59,8%	55,9%	51,7%
Dlhodobé záväzky	66,1%	50,8%	37,7%	25,4%
Krátkodobé záväzky	9,8%	8,9%	9,1%	12,9%
Bankovné úvery	0%	0%	8,7%	12,7%
Časové rozlíšenie	0,01%	2,1%	1,6%	1,2%

Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných výkazov

Vertikálna analýza ukazuje pokles podielu dlhodobého majetku na celkových aktívach, čo sa dá prikladať neobstaraniu nového majetku od roku 2009. Dlhodobý nehmotný a finančný majetok sú zanedbateľné. Obežné aktíva klesajú v absolútnom vyjadrení tiež, no pomalšie ako dlhodobé aktíva. Z roku 2011 na rok 2012 sa obežné aktíva zvýšili najmä v dôsledku zvýšenia krátkodobých pohľadávok. Zmena v pasívach prebieha hlavne vo zvyšovaní podielu vlastného kapitálu, a tým pádom aj znižovaním cudzieho kapitálu vďaka splácaniu dlhodobých aj krátkodobých záväzkov. Spoločnosť začala čerpať úver v roku 2011, ktorý následne navýšila aj v roku 2012.

5.3.2 Pomerové ukazatele

Pomerové ukazovatele dávajú do pomeru dva alebo viacej ukazovateľov v ich absolútnych hodnotách. Patria medzi veľmi obľúbené metódy hodnotenia pre ich jednoduchosť. Naopak nevýhodou môže byť ich ťažšia schopnosť javy opisovať. Pre lepšiu vypovedaciu schopnosť sa pomerové ukazovatele rozdeľujú do niekoľkých skupín, konkrétne sa analýza podniku bude zaoberať – rentabilitou, likviditou a aktivitou.

Rentabilita

Ukazatele rentability podávajú prehľad o schopnosti podniku dosahovať zisk pri vloženom kapitále, ktorých podoba sa v rôznych ukazovateľoch odlišuje. Tab. 20 predstavuje prehľad vybraných ukazovateľoch za jednotlivé roky pre spoločnosť ABC, s.r.o.

Tab. 20: Ukazovatele rentability

	2009	2010	2011	2012
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	4,1 %	2,7 %	1,1 %	2,4 %
Rentabilita vlastného kapitálu ROE	9,7 %	3,8 %	1,7 %	3,4 %
Rentabilita tržieb (ROS)	1,9 %	1 %	0,5 %	1 %
Rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)	5,2 %	14,4 %	10,4 %	14,2 %

Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných výkazov

Pri charakteristike ROA ako kľúčový charakter rentability, sa do čitateľa pripočítali aj nákladové úroky, tak aby ukazovateľ pomeroval vložené vstupy nielen so ziskom ale aj s odmenou pre veriteľov. Ukazatele však hovoria o nízkej rentabilite vložených aktív, ktorá od roku 2009 klesala až po rok 2011 a následne sa v ďalšom roku mierne zvýšila.

Charakteristika ROE je podobne ako u ROA klesajúca v spomínanom intervale. Až na rok 2009 sú ukazovatele, ktoré hodnotia ziskovosť vloženého kapitálu nízke, čo je pre možných investorov dôležitý znak, pretože požadujú výnosnosť vyššiu ako úroky, ktoré by mohli obdržať inde na kapitálovom trhu. Pokles ROE je daný znižovaním výsledku hospodárenia za posledné roky a naopak rastu vlastného kapitálu spoločnosti.

Hodnoty ROS sú po celé štyri sledované obdobia veľmi nízke, čo môže znamenať aj zlé finančné riadenie podniku. Pri hodnotení ROCE sú hodnoty vyššie, čo je spôsobené tým, že sa v čitateli nepoužil zisk, ale výsledok provoznej činnosti z cash flow, čo umožňuje nahliadnuť na tento ukazovateľ bez ovplyvňovania spôsobu odpisovania.

Ukazovatele aktivity

Ich používaním sa zisťuje schopnosť podniku využívať vložené prostriedky. Pre účely budeme používať ukazovatele za jednotlivé roky v tab. 21.

Tab. 21: Ukazovatele aktivity

	2009	2010	2011	2012
Doba obratu aktív v dňoch	1,23	1,38	1,43	1,58
Doba obratu pohľadávok v dňoch	69,69	71,82	90,87	92,55
Doba obratu obchodných záväzkov v dňoch	28,81	23,23	23,05	29,24

Zdroj: vlastný výpočet podľa účtovných výkazov

Ukazovatele doby obratu aktív by mali byť podľa teórie väčšie ako jedna. Vo všeobecnosti platí, čím je hodnota väčšia tým lepšie. Vzrastajúca hodnota od roku 2009 je zapríčinená klesajúcim stavom aktív a naopak nárastom tržieb. Doba obratu pohľadávok (počítaná ako súčet dlhodobých a krátkodobých záväzkov delené tržbami), hovorí okrem iného aj to, ako dobrú má podnik vyjednávaciu pozíciu voči svojim zákazníkom. Zo zistených údajov však vyplýva, že doba je pre podnik veľmi vysoká aj v porovnaní s dobou obratu obchodných záväzkov, čo by mohlo mať vplyv na cash flow podniku.

Ukazatele likvidity

Tieto ukazovatele podávajú prehľad o schopnosti podniku hradiť svoje záväzky. Prehľad o troch úrovniach likvidity poskytuje tab. 22.

Tab. 22: Ukazovatele likvidity

	2009	2010	2011	2012
Likvidita I. stupňa (hotovostná likvidita)	0,67	1,17	0,25	0,16
Likvidita II. Stupňa (pohotová likvidita)	3,06	3,94	2,09	1,6
Likvidita III. Stupňa (bežná likvidita)	3,31	4,56	2,45	1,88

Zdroj: vlastné výpočty podľa účtovných výkazov

Vysoká hodnota hotovostnej likvidity vyplýva z nečerpania žiadnych úverov v rokoch 2009 a 2010. Dokonca v roku 2010 ukazovateľ vyšplhal až na úroveň 1,17 čo je oproti roku 2011 veľký protiklad. Nečerpaním úveru sú vysoké aj hodnoty pohotovej likvidity (opäť najvyššie v roku 2010), ktorých ideálne rozmedzie sa udáva od 1 - 1,5. Bežná likvidita, ktorej doporučený interval sa pohybuje od 1,5 – 2,5 má podobný priebeh ako predošlé likvidity. Na záver je možno vysloviť úsudok, že podnik s likviditou problém od roku 2009 do 2012 nemal.

5.3.3 Rýchly test a záver finančnej analýzy

Pri finančnej charakteristike podniku je možné využiť ako bolo spomínané aj rýchly test podniku, ktorý je zložený z niekoľkých základných ukazovateľov, ktoré dohromady dokážu určiť ohodnotenie podniku. Rýchly test sa bude prevádzať z údajov opäť v rozmedzí rokov 2009 až 2012. Prehľad známok priradených k jednotlivým ukazovateľom poskytuje tab. 23.

Tab. 23: Rýchly test podniku

	2009	2010	2011	2012
Podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále	2	1	1	1
Podiel provozného cash flow k tržbám	4	1	3	3
Rentabilita celkového kapitálu	4	4	4	4
Doba splácania dlhu	4	2	3	2
Priemerná známka	3,5	2	2,75	2,5

Zdroj: vlastný prepočet

Pri použití tohoto súhrnného hodnotenia sa finančný stav podniku od roku 2009 zlepšil a pohybuje sa na dobrej úrovni. Na záver možno usúdiť, že z finančnej analýzy neplynú pre podnik výraznejšie riziká, ktoré by ho mohli ohrozovať, preto by sa dalo pri zachovaní úrovne financií v podniku uvažovať a predpokladať nekonečné trvanie podniku.

5.4 Generátory hodnoty

Za generátory hodnoty sa vo všeobecnosti považujú podnikovohospodárske veličiny, ktoré vytvárajú hodnotu podniku. Predtým však ako práca pristúpi k týmto veličinám je potrebné rozdeliť aktíva na provozne potrebné a provozne nepotrebné. Hlavná myšlienka spočíva v tom, že podnik je zameraný na nejakú primárnu činnosť, na základe, ktorej podniká a práve pre túto činnosť používa aktíva, ktoré sú pre jeho podnikanie nutné - tie sa označujú provozne nutné. Často sa odčítavajú nadbytočné peňažné prostriedky, v prípade spoločnosti ABC, s.r.o., sa tak udeje tiež, nakoľko spoločnosť má nadbytočnú likviditu. Pre ukazovateľ likvidity, ktorý dáva do pomeru peniaze a účty v bankách je doporučená úroveň 20 %, pričom podnik túto hodnotu prevyšuje. Na základe týchto údajov sa určí

provozne nutný investovaný kapitál. Prehľad položiek, ktorými sa bude investovaný provozne nutný kapitál upravovať je v tab. 24.

Tab. 24: Investovaný kapitál provozne nutný

	2009	2010	2011	2012
Dlhodobý hmotný, dlhodobý nehmotný majetok v tis. Kč	296 044	190 986	164 850	140 812
+ zásoby	9 598	8 316	8 826	9 454
+ pohľadávky	90 658	74 818	82 662	86 213
+ Peniaze provozne nutné	8 715	5 764	5 424	7 132
- neúročené záväzky	43 576	28 821	27 120	35 662
+ časové rozlíšenie aktívne	3 211	1 681	2 432	3 267
- časové rozlíšenie pasívne	66	6735	4742	3454
Pracovný kapitál provozne nutný	68 540	55 023	67 482	66 950
Investovaný kapitál provozne nutný	364 584	246 009	232 332	207 762

Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných výkazov

Zväčša sa pracovný kapitál určuje ako rozdiel obežných aktív a krátkodobého cudzieho kapitálu. Keď sa však berie pracovný kapitál ako generátor hodnoty, je nutné ho upraviť tak, že od obežných aktív sa budú odčítavať len krátkodobé záväzky bez bankovních úverov, pretože bankobné úvery predstavujú úročený cudzí kapitál, s ktorým pracujú metódy ako DCF a tiež EVA. Po určení pracovného nutného kapitálu sa s ním sčítali hodnoty dlhodobého hmotného a nehmotného majetku a výsledkom ich súčtu bol investovaný provozne nutný kapitál.

5.4.1 Korigovaný provozný výsledok hospodárenia

Tab. 25: Výpočet korigovaného provozného zisku

	2009	2010	2011	2012
Provozny hospodarsky zisk v tis. Kč	29 908	17 009	3 379	16 028
- tržby z predaja majetku a materiálu	3 424	1 324	1963	709
+ náklady na predaj majetku a materiálu	1507	443	666	680
Korigovaný provozny výsledok	27 991	16 128	2 082	15 999

Zdroj: vlastné výpočty podľa účtovných podkladov

Pre výpočet korigovaného provozného výsledku hospodárenia (ďalej len KPVH) je potrebné previesť niekoľko úprav. V prvom rade sa týkajú tržieb a nákladov spojených s predajom majetku a materiálu, keďže sa nejedná o výnosy ani náklady spojené s hlavnou činnosťou podniku. V druhom rade nie je potrebné upraviť KPVH o ostatné náklady a aj výnosy,

pretože majú súvis s hlavnou provoznou činnosťou podniku. Po úpravách sa vypočítal konečný KPHV za jednotlivé roky.

5.4.2 Provozná zisková marža

Ďalším generátorom hodnoty, ktorým sa bude práca zaoberať je provozná zisková marža. Je daná pomerom (43):

$$r_{ZPx} = \frac{KPZ}{X} \quad (43)$$

kde: KPZ Korigovaný provozný výsledok hospodárenia pred daňami,
X Tržby.

V čitateli je tentokrát korigovaný provozný výsledok pred daňami ale aj odpismi, to znamená, že pri výpočte provoznej marže musíme odpisy ku KPVH pripočítať. Provozná zisková marža sa radí medzi najdôležitejšie generátory hodnoty. Jej vývoj by mal vychádzať z minulosti, čo zobrazuje nasledujúca tab. 26.

Tab. 26: Historický a budúci vývoj provoznej ziskovej marže

v tis. Kč	2009	2010	2011	2012
KPVH	27 991	16 128	2 082	15 999
Odpisy	34 258	34 654	27 289	26 823
KPVH pred daňou a odpisy	62 249	50 782	29 371	42 822
Tržby	544 562	446714	423527	439102
Zisková marža	11,4%	11,4%	6,9%	9,8%

Zdroj: vlastné výpočty

Vývoj ziskovej marže je striedavý, vďaka pomerom klesania tržieb a KPVH. Je to dané odpismi, ktoré sú každé dva roky približne rovnaké a potom nastáva ich pokles, ale hlavne je to dané aj charakterom odvetvia. Sú však známe dva typy marže, ktoré vstupujú ako generátorové hodnoty – marža zhora a marža zdola.

Marža zhora

Pri prognózovaní ziskovej marže zhora sa vychádza z niekoľkých faktorov, ktoré ju ovplyvňujú. Vychádza z minulého vývoja, ktorý je vyjadrený v tab. 27 a ďalšími faktormi sa predovšetkým myslí konkurencia a jej niekoľko podôb, ostatné náklady a osobné náklady.

Ako prvá sa bude hodnotiť konkurencia a konkrétne jej intenzita. Intenzita konkurencie výrazne ovplyvňuje podiel pridanej hodnoty na tržbách. Predovšetkým je to vyvíjaním tlaku na znižovanie cien a tiež ovplyvňovaním nákupných cien dodávateľmi. Intenzita konkurencie však tiež závisí na niekoľkých činiteľoch. Pri ich charakteristike sa bude vychádzať z Porterového modelu konkurenčnej štruktúry. Prvým faktorom je počet a **štruktúra odberateľov**. Ako už bolo spomenuté, odberatelia majú v tomto prípade veľkú vyjednávaciu pozíciu, nakoľko sú to veľké koncerny, ktoré si často diktujú podmienky a ich dodávatelia sú od nich neraz závislí. Spoločnosť ABC, s.r.o., však nie je závislá vyložené na jednom odberateľovi, veľkých zákazníkov ma okolo minimálne sedem, čo ju z rizika priamej závislosti na jednom odberateľovi vyčleňuje. **Priamy konkurenti** a celková rastúca intenzita priamej konkurencia znižujú ziskovú maržu, čo je prípad aj spoločnosti ABC, s.r.o., keďže jej konkurenti sú predovšetkým silný celosvetoví hráči. **Medzi dodávateľov** podniku patri automobilky, ktoré vyrábajú kamióny na prepravu, tiež firmy s náhradnými dielmi a pod. **Stupeň štandardizácie** podniku vychádza z toho ako sa vie firma odlíšiť od konkurencie v podobe služieb. Podobnosť podnikov a ich služieb majú nepriznivý vplyv do budúca na ziskovú maržu, čo je možné povedať aj o odvetví, v ktorom ABC, s.r.o., pôsobí. **Stabilita dopytu** v odvetví prepravy osobných automobilov je kolísajúca podľa faktorov skôr spomenutých. Menej stabilný dopyt pôsobí neblaho na ziskovú maržu, pretože zostruje konkurenčný boj. **Rast trhu** do budúca je možné očakávať, čo intenzitu konkurenciu znižuje a má tak pozitívny vplyv na maržu. **Veľkosť tržných bariér** je pri početnej preprave automobilov značná, nakoľko vstup do tohoto odvetvia si vyžaduje vysoké finančné investície, čo by mohlo do budúca znamenať pre podnik len pozitívum. **Možnosť substitúcie** je v tomto prípade polemizovateľná. **Substitút** pre spoločnosť by mohla byť jedine viacej využívaná železničná doprava, no aj v tomto prípade je nutné vozy dopravovať. Preto je riziko substitúcie pomerne malé.

Záver z hľadiska vplyvu intenzity konkurenciu na prognózu ziskovej marže je, že do budúca je možné očakávať udržanie alebo mierny nárast ziskovosti.

Ďalšími faktormi, ktoré konkurencia priamo neovplyvňuje sú náklady. Ide predovšetkým o osobné náklady, ktorých podiel na tržbách vyjadruje nasledujúca tab. 27.

Tab. 27: Podiel osobných nákladov na tržbách

	2009	2010	2011	2012
Osobné náklady v tis. Kč	102 523	76 322	75 535	79 310
Tržby v tis. Kč	544 771	446 714	423 527	439 132
Podiel osobných nákladov na tržbách	18,8%	17,1%	17,8%	18,1%

Zdroj: vlastný výpočet

Z tab. 28 vyplýva, že podiel osobných nákladov na tržbách je stabilný za celé 4 roky. Firma každý rok mení počet zamestnancov podľa potrieb poptávky, čo na tento pomer vplýva. Nemožno do budúcnosti predpokladať vyšší tlak zo strany zamestnancov na spoločnosť a preto tento faktor nebude mať na provoznú maržu negatívny vplyv.

Pri zohľadnení oboch faktorov, jak intenzity konkurencie tak aj osobných nákladov možno predvídať provoznú maržu v prvých rokoch mierne rastovú a v roku 2016 nárast marže zhoda o 1 % viz tab. 28.

Tab. 28: Prognóza provoznej marže zhora

	2013	2014	2015	2016
Tržby v tis. Kč	430 982	452 531	475 158	498 915
KPVH pred daňami a odpismi	42 021	46 384	49 891	57 125
Marža zhora	9,75%	10,25%	10,50%	11,45%

Zdroj: vlastný výpočet

Provozná marža zdola

Zohľadňuje všetky typy nákladových položiek, ktoré ju môžu ovplyvňovať. Jej historický výpočet zobrazuje tab. 29.

Tab. 29: Provozná marža zdola

	2009	2010	2011	2012
Tržby v tis. Kč	544 562	446714	423527	439102
Aktivácia (tis. Kč)	20209	18 354	14120	18513
Podiel tržieb	3,71%	4,11%	3,33%	4,22%
Dane a poplatky (tis. Kč)	45390	47 926	52 701	53 468
Podiel tržieb	8,33%	7,76%	12,44%	12,18%
Náklady vynaložené na predaný tovar (tis. Kč)	1 104	46	25	1 587
Podiel tržieb	0,20%	0,01%	0,01%	0,36%
Výkonová spotreba (tis. Kč)	363 736	277 759	280 731	280 072
Podiel tržieb	66,77%	62,18%	66,28%	63,78%
Osobné náklady (tis. Kč)	102 523	76 322	75 735	79 310
Podiel tržieb	18,82%	17,09%	17,88%	18,06%
Ostatné provozné výnosy (tis. Kč)	18404	8150	13 511	16 542
Podiel tržieb	3,4%	1,8%	3,2%	3,8%
Ostatné provozné náklady (tis. Kč)	19765	16 586	14 358	14321
Podiel tržieb	3,6%	3,7%	3,4%	3,3%
Zmena stavu rezerv a OP (tis. Kč)	-11 592	3 797	-1763	2577
Podiel tržieb	-2,13%	0,85%	-0,42%	0,59%
Korigovaný provozní zisk pred odpisy (tržby - náklady)	62 249	50 782	29 371	42 822
Zisková marže z KPZ pred odpisy dopočítaná	11,47%	11,37%	6,93%	9,76%

Zdroj: vlastné výpočty

Pri budovaní budúceho vývoja sa vychádza z prevedených analýz faktorov historických, ktoré majú vplyv na marže aj do budúcnosti. Na základe týchto charakteristík sa vypracovala prognóza tržných podielov jednotlivých položiek na nasledujúce roky, ktoré poskytuje tab. 30.

Tab. 30 Prognóza provoznej marže zdola

	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	430 982	452 531	475 158	498 915
Aktivácia (tis. Kč)	16 161,83	19 006,30	20 194,22	21 453,35
Podiel tržieb	0,04	0,04	0,04	0,04
Dane a poplatky (tis. Kč)	47 408,20	49 778,41	52 267,38	54 880,65
Podiel tržieb	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Náklady vynaložené na predaný tovar (tis. Kč)	30	40	1 300	35
Podiel tržieb	0,01%	0,01%	0,27%	0,01%
Výkonová spotreba (tis. Kč)	270 441	289 620	308 853	324 295
Podiel tržieb	62,75%	64,00%	65,00%	67,00%
Osobné náklady (tis. Kč)	77 577	82 587	87 904	92 299
Podiel tržieb	0,18	0,18	0,19	0,19
Ostatné provozné výnosy (tis. Kč)	15 946,33	17 874,97	17 343,27	18 459,86
Podiel tržieb	3,70%	3,95%	3,65%	3,70%
Ostatné provozné náklady (tis. Kč)	14 653,39	15 838,59	15 205,10	17 462
Podiel tržieb	3,4%	3,5%	3,2%	3,5%
Zmena stavu rezerv a OP (tis. Kč)	10 960	51 64,55	-27 25,22	-67 69,35
Podiel tržieb	2,54%	1,14%	-0,57%	-1,36%
Korigovaný provozní zisk pred odpisy (tržby - náklady)	9,75%	10,25%	10,50%	11,45%
Zisková marže z KPZ pred odpisy dopočítaná	42 020,75	42 990,45	42 764,22	44 902,35

Zdroj: vlastný výpočet

V tab. 31 sa zachytávajú plánované položky, ktoré boli vypracované v spolupráci s podnikom. V žiadnej jednotlivjej položke sa nepredpokladá drastická zmena či vývoj, ale oscilácia okolo minulých hodnôt. Predpokladá sa postupný mierny nárast výkonovej spotreby vrámci nárastu spotreby energie, ale aj mierny nárast osobných nákladov súvisiacich so zvýšením nákladov na mzdy. Ziskovú maržu teda do budúcnosti čaká mierny nárast.

5.4.3 Pracovný kapitál

V predchádzajúcej časti bol určený upravený pracovný nutný kapitál. V tejto pasáži bude prevedená predikcia na jeho nasledujúce roky. Plánovať položky ako záväzky, pohľadávky a zásoby by sa nemalo jednoduchým odhadom znalca, ale malo by sa vychádzať z objemu výkonov meraných tržbami, pretože tieto položky sú známe tým, že s ich rastom musia rásť aj tržby. Preto sa v nasledujúcej tab. 32, budú analyzovať pomery medzi výkonmi a

zložkami pracovného kapitálu. Je viacero ukazovateľov, ktoré slúžia na zachytenie tohoto pomeru, no najviac prakticky využiteľný je ukazovateľ doby obratu, vzorec (44):

$$\text{Ukazateľ doby obratu v dňoch} = \frac{\text{položka prac. kapitálu}}{\frac{\text{tržby}}{365}} \quad (44)$$

Tab. 31 zachytáva doby obratu jednotlivých položiek pracovného kapitálu a prognózu na ďalšie roky.

Tab. 31: Doby obratu položiek pracovného kapitálu v dňoch

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby celkom	6,4	6,8	7,6	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0
materiál	5,8	6,8	7,6	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0
tovar	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pohľadávky za odberateľov	60,8	61,1	71,2	71,7	72,0	72,0	72,0	72,0
Krátkodobé záväzky celkom	29,2	23,5	23,4	29,6	32,5	33,0	33,0	33,0
Záväzky z obchodného styku	13,9	18,4	17,3	18,6	21,0	21,0	21,0	21,0
Záväzky za zamestnancov	2,7	2,9	3,2	2,9	3,5	4,0	4,0	4,0
Záväzky zo soc. zabezpečenia	1,2	1,5	1,8	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0
Štát - daňové záväzky a dotácie	0,4	0,3	0,8	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Krátkodobé prijaté zálohy	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dohadné účty aktívne	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Iné záväzky	10,7	0,4	0,1	5,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Peniaze (pokladňa + účet)	29 400	33 894	13 411	11 077				
Likvidita	0,67	1,18	0,49	0,31	0,2	0,2	0,2	0,2
Provozně nutné peníze	8 715	5 764	5 424	7 132	7 675	8 183	8 592	9 021
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20

Zdroj: vlastné spracovanie

Doba obratu zásob v minulosti stúpala, čo znamená, že zásoby rástli rýchlejšie ako tržby, konkrétne to bola zložka materiálu, u ktorej sa očakáva po konzultácii s managementom podniku mierny rast v roku 2013 a následne konštantné udržiavanie. Tovar sa bude udržiavať na minime ako doteraz.

Doba obratu pohľadávok je veľmi vysoká a narastala postupne už v minulosti. Na ďalšie štyri roky sa predpokladá stabilná úroveň 72 dní, ktorú by už podnik prekročiť nemal.

Spoločnosť má ukazovatele v dobe obratu krátkodobých záväzkov veľmi dobré za celé minulé štyri roky, keď v roku 2010 klesla, udržiavala sa ďalší rok a v roku 2012 opäť narástla. V položke daňových záväzkov sa bude predpokladať nárast doby obratu na jeden deň, v zložke sociálneho zabezpečenia na dva dni. Doba obratu záväzkov k zamestnancom bude z dôvodu zvýšenia miezd rásť a ustáli sa na štyroch dňoch. Záväzky z obchodných vzťahov porastú konštantne na 21 dní.

Po odhadnutí dôb obrátov a z prognóz tržieb z predchádzajúcich kapitol sa dajú absolútne vyjadriť položky pracovného kapitálu do nasledujúcich rokov. Po pripočítaní provozne nutných peňažných prostriedkov je výsledná hodnota provozne potrebného kapitálu v korunovom vyjadrení nasledovná tab. 32:

Tab. 32: Vývoj a prognóza položiek pracovného kapitálu.

Tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	9 598	8 316	8 826	9 454	9 446	9 918	10 414	10 935
Pohľadávky	90 658	74 818	82 662	86 213	85 016	89 266	93 730	98 416
Peňažné prostriedky nutné	8 715	5 764	5 424	7 132	7 675	8 183	8 592	9 021
Časové rozlíšenie aktívne	3 211	1 681	2 432	3 267	3 267	3 267	3 267	3 267
Krátkodobé záväzky	43 576	28 821	27 120	35 662	38 375	40 914	42 959	45 107
Časové rozlíšenie pasívne	66	6 735	4 742	3 454	3 454	3 454	3 454	3 454
Upravený pracovný kapitál	68 540	55 023	67 482	66 950	63 575	66 267	69 590	73 078

Zdroj: vlastný výpočet

Analýza prognózy vývoja položiek pracovného kapitálu prebehla pri analyzovaní dôb obrátov. Z prognózy okrem iného vyplýva, že v dôsledku rastu tržieb bude v budúcnosti rásť aj pracovný kapitál, no pomalším tempom ako tržby.

5.4.4 Investície do dlhodobého majetku

Ide o investície do provozne nutného majetku podniku. Ide o jednu z najťažších častí, pretože investície sa nevyvíjajú v praxi plynulým spôsobom. Pri prognózovaní budúcich investícií sa bude vychádzať z minulého vývoja. Prístup, ktorý sa bude využívať je založený na koeficiente, ktorý skúma či existuje nejaká súvislosť medzi zmenami provozne nutného dlhodobého majetku a medzi tržbami. Funkcia koeficienta rastu tržieb (k_{DMx}) sa vyjadrí nasledovne (45).

$$k_{DMx} = \frac{\text{provozne nutný dlhodobý majetok}}{\text{tržby}} \quad (45)$$

V čitateli sa sčítavajú jednotlivé investície do dlhodobého majetku. Pri pričítaní odpisov v danom roku sa vypočítajú investície brutto. Prehľad o dlhodobom majetku a jednotlivých koeficientoch poskytuje tab. 33:

Tab. 33: Investície do dlhodobého majetku

Tis. Kč	2009	2010	2011	2012
Nehmotný majetok				
Stav majetku ku konci roku	67	28	0	309
Odpisy		39	28	76
Investície netto		-39	-28	309
Investície brutto		0	0	385
Investičná náročnosť rastu tržieb	-0,4%			
Stavby				
Stav majetku ku konciu oku	58 131	317	288	259
Odpisy		1 266	29	30
Investície netto		-57 814	-29	-29
Investície brutto		-56 548	0	1
Investičná náročnosť rastu tržieb	53,6%			
Samostatné movité veci				
Stav majetku ku koncu roku	217 396	181 274	161 986	136 862
Odpisy		32 348	27 232	26 717
Zostatková hodnota predaného zariadenia		443	666	680
Investície netto		-36 122	-19 288	-25 124
Investície brutto		-3 331	8 610	2 273
Investičná náročnosť rastu tržieb	-7,2%			

Zdroj: vlastné spracovanie

Celkové tržby s ktorými sa počítalo klesli od roku 2009 do roku 2012 o 105 460 Kč. Pri koeficiente náročnosti stavieb je dôležité spomenúť, že pri poklese tržieb za jednotlivé sledované roky a pri pokles investícií bola vypočítaná kladná hodnota koeficientu, ktorá sa však vzťahuje k úbytku. Pri pohľade na koeficienty rastu investície, je zrejmé, že z nich nie je možné vychádzať do budúcnosti, nakoľko nie je zrejma žiadna súvislosť medzi investíciami a tržbami. Preto sa bude pri plánovaní investícií vychádzať z plánu manažmentu na nasledujúce roky.

Tab. 34: Odhad investícií na roky 2013 - 2016

Majetok v tis. Kč	
Nehmotný majetok	500
Stavby	2 000
Samostatné hmotné veci	10 000
Celkom	18 500
Výsledný koeficient náročnosti rastu tržieb na investície:	18,1 %

Zdroj: vlastné spracovanie

Firma do ďalších rokov neplánuje masívne investície, ide skôr o menšie čiastky rovnomerne rozložené do budúcich rokov. Po odhade investícií je dôležité rozpracovať jednotlivé typy majetku na budúce roky, ktoré sú vyčíslené v Prílohe D. S investíciami do pozemkov sa nepočíta.

Celkovo možno výpočty zhrnúť nasledovne, tab. 35:

Tab. 35: Celkové investície do dlhodobého majetku

	2012	2013	2014	2015	2016	
Odpisy	26 823	26 823	31 828	37 291	44 051	
Zůstatková hodnota	137 430	140 030	142 630	146 230	149 730	
Celkové investície netto do dlhodobého majetku	0	2 600	2 600	3 600	3 500	12 300
Celkové investície brutto do dlhodobého majetku	0	29 423	34 428	40 891	47 551	152 293

Zdroj: vlastné spracovanie

5.4.5 Finančný plán

Konštrukcia finančného plánu vychádza zo všetkých analýz a prognóz, ktoré boli už v podniku vykonané. Celkovo sa zostavuje plánovaná výsledovka, plánovaná rozvaha, plánovaný cash flow.

Tab. 36: Prognóza Výkazu zisku a strát

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Tržby za predaj tovaru	60	80	2 600	70
Náklady vynaložené na predaný tovar	30	40	1 300	35
Obchodná marža	30	40	1 300	35
Výkony	447 114	471 497	490 726	520 333
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	430 952	452 491	473 858	498 880
Aktivácia	16 162	19 006	16 868	21 453
Výkonová spotreba	270 441	289 620	308 853	324 295
Pridaná hodnota	176 703	181 917	183 173	196 074
Osobné náklady	77 577	82 813	89 092	93 547
Dane a poplatky	47 408	49 778	52 267	54 881
Odpisy	26 823	32 478	38 576	45 936
Ostatné provozné položky (zmena rezerv)	10 960	5 165	-2 725	-6 769
Ostatné provozné výnosy	15 946	17 875	17 343	18 460
Ostatné provozné náklady	14 653	15 839	15 205	17 960
Korigovaný provozný výsledok hospodárenia	15 228	13 720	8 101	8 979
Nákladové úroky	1 414	1 860	1 263	628
Výnosy z dlhodobého finančného majetku	0	0	0	0
Výnosové úroky	495	495	495	495
Výsledok hospodárenia z neprovozného majetku	495	495	495	495
Mimoriadny výsledok hospodárenia pred daní	0	0	0	0
Celkový výsledok hospodárenia pred daní	14 309	12 355	7 333	8 846
Daň	2 719	2 347	1 393	1 681
Výsledok hospodárenia za účtní období po dani	11 590	10 008	5 939	7 165

Zdroj: vlastné spracovanie

Zostavovanie výsledovky prebiehalo už vďaka vyčísleným generátorom a prognóze tržieb. Nepočítalo sa s mimoriadnym výsledkom hospodárenia, ktorý sa v oceňovateľskej praxi neplánuje. Pri výpočte nákladových úrokov sa vychádzalo z úrokových sadzieb 5,5 % pre dlhodobé úvery a 4 % pre krátkodobé úvery.

Tab.37: Prognóza Cash flow

	2013	2014	2015	2016
PEŇAŽNÝ TOK Z PROVOZU				
Korigovaný provozný výsledok hospodárenia	15 228	14 596	13 900	13 109
Daň pripadajúca na korigovaný VH	2 893	2 773	2 641	2 491
Korigovaný provozného VH po dani	12 335	11 823	11 259	10 618
Úpravy o nepeňažné operácie	37 783	36 992	34 566	37 281
Odpisy dlhodobého majetku (provozne nutného)	26 823	31 828	37 291	44 051
Zmena zostatkov rezerv	10 960	5 165	-2 725	-6 769
Úpravy obežných aktív (provozne nutných)	1 508	7 262	7 005	7 355
Zmena stavu pohľadávok	-1 197	4 251	4 463	4 686
Zmena stavu krátkodobých záväzkov	2 713	2 539	2 046	2 148
Zmena stavu zásob	-8	472	496	521
Peňažný tok z provoznej činnosti celkom	51 625	56 077	52 830	55 255
Tvorba dlhodobého majetku (provozne nutného)	-29 423	-34 428	-40 891	-47 551
Peňažný tok z investičnej činnosti celkom	-29 423	-34 428	-40 891	-47 551
PEŇAŽNÝ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU	22 202	21 649	11 939	7 704
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKOV	-1 414	-1 414	-1 414	-1 414
Príjmy z neprovozného majetku a mimor. príjmy	670	670	670	670
Výnosové úroky	495	495	495	495
Diferencia v platbe dane oproti dani z KPVH	175	175	175	175
PEŇAŽNÝ TOK Z NEPROVOZNÉHO MAJ. CELKOM	670	670	670	670
PEŇAŽNÝ TOK Z FINANČNEJ ČINNOSTI CELKOM	0	0	0	0
PEŇAŽNÝ TOK CELKOM	21 458	20 905	11 195	6 960
Stav peňažných prostriedkov na konci obdobia	32 535	53 440	64 635	71 595

Zdroj: vlastné spracovanie

Peňažný tok má rastúcu tendenciu. Spoločnosť neplánuje čerpať ďalšie dlhodobé ani krátkodobé úvery. Z toho vyplýva nulová finančná činnosť podniku. Daň v korigovanom provoznom výsledku je počítaná na úrovni 19% a daň v neprovoznom majetku je vypočítaná ako rozdiel medzi daňou vykázanou vo výsledovke a daňou z korigovaného provozného výsledku.

Tab. 38: Prognóza Rozvahy

AKTÍVA	2013	2014	2015	2016
AKTÍVA CELKOM	280 348	306 744	330 639	345 355
Dlhodobý majetok	141 464	144 064	147 664	151 164
Dlhodobý nehmotný majetok	409	509	609	609
Dlhodobý hmotný majetok	139 621	142 121	145 621	149 121
Stavby	0	0	0	0
Samostatné hmotné veci	759	1 259	1 759	2 259
Dlhodobý finančný majetok	1 434	1 434	1 434	1 434
Obežné aktíva	135 617	159 413	179 708	190 924
Zásoby	9 446	9 918	10 414	10 935
Materiál	9 446	9 918	10 414	10 935
Dlhodobé pohľadávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohľadávky	8 620	6 788	10 929	9 978
Krátkodobý finančný majetok	85 016	89 266	93 730	98 416
Provozne nepotrebné	32 535	53 440	64 635	71 595
Provozne potrebné	7 675	8 183	8 592	9 021
Časové rozlíšenie	3 267	3 267	3 267	3 267
PASÍVA CELKOM	280 348	306 744	330 549	345 356
Vlastný kapitál	142 040	153 119	163 634	173 508
Základný kapitál	100	100	100	100
Fondy zo zisku	0	0	0	0
Zákonný rezervný fond	20	20	20	20
Výsledok hospodárenia minulých rokov	20	20	20	20
Výsledok hospodárenia bežného úč. obdobia	130 330	141 920	152 999	163 514
Cudzí zdroje	11 590	11 079	10 515	9 874
Rezervy	134 854	150 171	163 461	168 393
Dlhodobé záväzky	12 785	17 950	15 224	8 455
Krátkodobé záväzky	48 352	55 966	69 935	79 489
Záväzky z obchodných vzťahov	38 375	40 914	42 959	45 107
Záväzky za zamestnancov	24 796	26 036	27 338	28 705
Záväzky zo soc. zabezpečenia a zdrav. poistenia	4 133	4 959	5 207	5 468
Štát - daňové záväzky a dotácie	2 362	2 480	2 604	2 734
Iné záväzky	1 181	1 240	1 302	1 367
Bankovné úvery a výpomoci	35 342	35 342	35 342	35 342
Bankovné úvery dlhodobé	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvery	35 342	35 342	35 342	35 342
Časové rozlíšenie	3 454	3 454	3 454	3 454

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri časových rozlíšeníach sa ponechali hodnoty z predchádzajúceho roku, podobne ako aj sa počíta s zachovaním veľkosti krátkodobých úverov. Zmena stavu rezerv a opravných položiek sa prognózovala v generátoroch v predchádzajúcej kapitole.

5.5 Ocenenie na základe metódy DCF

Po základnej časti analýz a plánovania budúceho vývoja podniku práca prechádza k oceneniu prvou metódou DCF entity. Ocenenie bude vychádzať už zo spomínanej teoretickej časti, kde bol postup výpočtu tejto metódy popísaný. V úvode tejto metódy, ktorá naväzuje na predchádzajúce časti je potreba spomenúť, že korigovaný provozný zisk, ktorý je kľúčový pre ocenenie bol už vyjadrený, podobne ako provozne potrebný a nepotrebný majetok.

Dôležité bude v ďalšom kroku určiť náklady vlastného kapitálu a diskontnú mieru, s ktorými všetky výnosové metódy počítajú. Použitie metód výpočtu sa líši pre každú metódu, v prípade riešenia pomocou DCF metódy je potreba určiť diskontnú mieru na úrovni priemerných vážených nákladov (WACC), vzorec. Pre výpočet tohoto vzorca je podstatné vypočítať náklady vlastného kapitálu n_{vk} vzorec (46):

$$n_{vk} = r_f + \beta \bullet (RPT) + RPZ + R1 + R2 + R3 \quad (46)$$

kde: n_{VK} náklady vlastného kapitálu,
 r_f bezriziková miera výnosnosti,
 β koeficient beta,
 R_m priemerná výnosnosť kapitálového trhu,
 RPT riziková prémie kapitáloveho trhu USA,
 RPZ riziková prémie Českej republiky,
 $R1$ prirážka pre malé spoločnosti,
 $R2$ prirážka pre spoločnosti s nejasnou budúcnosťou,
 $R3$ prirážka za nižšiu likviditu vlastníckych podielov.

Tieto premenné sa viažu na minulé údaje, čo im je aj vyčítané. Bezriziková miera r_f vychádza z predpokladu bezrizikovosti. To znamená, že celý dlh bude včas splatený a že neexistujú žiadne riziká s týmto dlhom spojené. Prax je samozrejme iná a často sa za

bezrizikovú mieru používajú výnosy aktuálnych desať ročných dlhopisov rôznych štátov (najčastejšie USA). K dátumu ocenenia to bol výnosy 1,78% ročne za americké dlhopisy.

5.5.1 Koeficient beta

Koeficient beta vyjadruje riziko cenného papiera proti riziku kapitálového trhu ako celku. Ak je podnik rovnako rizikový ako trh má koeficient bety 1, u tých podnikov, ktoré sú menej rizikové má hodnotu menšiu ako 1 a opačne. Určiť koeficient beta sa dá viacerými spôsobmi - pomocou histórie, na základe analýz faktorov, ale aj s pomocou analógie, ktorá sa využíva aj pri výpočte spoločnosti ABC, s.r.o. Pri určovaní koeficientu nezadĺženej bety v prepravných službách boli využité analýzy profesora Damodarana, ktorý stanovil koeficient beta v Európe pre dodávateľské spoločnosti na úroveň 0,65. Keďže je však podnik zadĺžený koeficient beta sa upravuje následovne (47).

$$\beta_{\text{zadĺžený}} = \beta_{\text{nezadĺžený}} \cdot (1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK}) \quad (47)$$

5.5.2 Priemerná riziková prémie

Priemerná riziková prémie kapitáloveho trhu R_m je z pomedzi spomenutých premenných najviac závislá na minulosti. Zisťuje sa požívaním dlhodobých historických dát od roku 1926 alebo 1928, ktorých nevýhoda však spočíva v nezachytení aktuálnych pohybov na trhu. Rozumnejšie je použiť geometrický priemer alebo aritmetický priemer pri počítaní priemernej výnosnosti, kde z pravidla býva vyšší aritmetický priemer, ktorý je často doporučovaný v USA. V Európe je naopak častejší geometrický priemer, ktorý bol stanovený v období od roku 1928 do roku 2010 4,20 %.

5.5.3 Náklady vlastného kapitálu

Prehľad veličín potrebných k výpočtu nákladov na vlastný kapitál sa nachádza v nasledujúcej tab. 39:

Tab. 39: Náklady vlastného kapitálu

r_f (aktuálna výnosnosť 10 ročných vládnych dlhopisov USA)	1,77 %
Beta nezadlžené pre prevážanie tovaru	0,65
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2012)	4,20 %
Rating Českej republiky	A1
Riziko zlyhania zeme (prémia USA dlhopisů A1 oproti AAA)	0,70 %
Odhad pomeru rizikovej prémie u akcií oproti dlhopisom	1,5
Riziková prémie zeme	0,85 %
Riziková prémie zeme opravená o rozdiel v inflácii ČR – USA 0,3%)	1,15 %
Riziková prírážka za menší spoločnosť - odhad	1,0 %
Riziková prírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	1,5 %
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	95 %
Daňová sadzba	19 %
Beta zadlžené	1,170
Náklady vlastného kapitálu	10,2 %

Zdroj: vlastné spracovanie

Náklady vlastného kapitálu boli stanovené na úrovni 10,2%.

5.5.4 Priemerné náklady kapitálu - WACC

Priemerné vážené náklady kapitálu odpovedajú príjmom, ktoré potenciálny investor očakáva zo svojich investícií pri danom riziku. Ich výpočet bol teoreticky popísaný v predchádzajúcich častiach. Tab. 40 prináša prehľad faktorov, ktoré sú potrebné pri výpočte WACC:

Tab. 40: Priemerné vážené náklady kapitálu

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl	
Vlastný kapitál	106 776	75,1%	
Bankovné úvery dlhodobé	0	0,0%	
Bankovné úvery krátkodobé	35 342	24,9%	
Cudzí kapitál celkom	35 342	24,9%	
Celkový spoplatnený kapitál	142 118	100,0%	
Položka kapitálu	n _{CK}	Tržná hodnota	Súčín
Bankovné úvery krátkodobé	4,00%	35 342	1 414
Súčet		35 342	1 414
Priemerné náklady cudzieho kapitálu			4,00%
Náklady na vlastný kapitál			
Odhad pomocou modelu CAPM			10,20%
Priemerné vážené náklady kapitálu			
	Váha	Náklad	Součin
Vlastný kapitál	75,1%	10,3%	7,7%
Cudzí kapitál po dani	24,9%	3,2%	0,8%
Priemerné vážené náklady kapitálu			8,5%

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri kalkulácii je potrebné zobrať v úvahu budúce zdanenie, ktoré sa odhaduje na konštantných 19 %. Priemerné náklady kapitálu - WACC sú 8,5%, nimi sa budú diskontovať peňažné toky vo firme.

5.5.5 Odhad tržnej hodnoty

Pri zostavovaní DCF metódy sú potrebné dve fázy. Výpočet voľného cash flow pre prvú fázu vyzerá ako znázorňuje tab. 41:

Tab. 41: Voľné cash flow pre 1. fázu

v tis. Kč		2012	2013	2014	2015
Korigovaný provozný výsledok hospodárenia		15 228	14 596	13 900	13 109
Upravená daň		2 893	2 773	2 641	2 491
Korigovaný provozný VH po dani		12 335	11 823	11 259	10 618
Odpisy		26 823	31 828	37 291	44 051
Úpravy o nepeňažné operácie (zmena rezerv)		10 960	5 165	-2 725	-6 769
Investície do provozne nutného dlhod. majetku		-27 784	-34 428	-40 891	-47 551
Investície do provozne nutného prac. kapitálu		3 376	-2 692	-3 323	-3 489
FCFF		25 709	11 695	1 611	-3 140
Odúročiteľ pre diskontnú mieru:	8,50%	0,9217	0,8495	0,7829	0,7216
Diskontované FCFF k 1. 1. 2007		23 695	9 935	1 261	-2 266

Zdroj: vlastné spracovanie

Na druhú fázu sa vzťahuje pokračujúca hodnota, ktorej ukazovatele majú nasledujúce hodnoty:

Tab. 42: Pokračujúca hodnota

Tempo rastu	3,7%
Miera investícií netto do DM a PK	74,9%
Rentabilita investícií netto	4,9%

Zdroj: vlastné spracovanie

Tempo rastu sa predpokladá na 3,7%. Rentabilita investícií netto sa vypočíta ako podiel tempa rastu a miery investícií netto do dlhodobého majetku a pracovného kapitálu. Miera investícií sa určí z tab. 43.

Tab. 43: Investovaný provozne nutný capital

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	
Výpočet potrebných peň. prostriedkov					
Provozne potrebná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	
Krátkodobé záväzky	38 375	40 914	42 959	45 107	
Provozne potrebný finančný majetok	7 675	8 183	8 592	9 021	
Provozne nepotrebný finančný majetok	24 860	45 258	56 043	62 573	
Provozne nutný investovaný kapitál:					
Dlhodobý majetok	140 030	142 630	146 230	149 730	
Upravený pracovný kapitál	63 575	66 267	69 590	73 078	
Investovaný kapitál celkom	203 605	208 897	215 820	222 808	231 052
Korigovaný provozný VH	15 228	14 596	13 900	13 109	
Korigovaný prov. VH po upravenej dani	12 335	11 823	11 259	10 618	11 011

Zdroj: vlastné spracovanie

Miera investície sa vypočíta ako podiel medzi rozdielom medzi rokmi 2016 a 2015 korigovaného provozného VH v čitateli a investovaného kapitálu v menovateli. Výsledná hodnota bola 74,9%.

Druhá fáza je počítaná pomocou Gordonovho vzorca pokračujúcej hodnoty (48).

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (48)$$

kde: T posledný rok prognózovania obdobia,
 i_k priemerné náklady kapitálu,
 g tempo rastu v druhej fáze,
 FCFF voľný peňažný tok.

Súhrné výsledky sú nasledovné:

Tab. 44: Gordonov vzorec

FCFF 2013	2 767	tis. Kč
Gordonův vzorec	57 651	tis. Kč

Zdroj: vlastné spracovanie

A napokon súhrné výpočty určujúce hodnotu podniku DCF metódou.

Tab. 45: Výnosové ocenenie DCF metódou

Súčasná hodnota 1. fázy	32 625	tis. Kč
Súčasná hodnota 2. fázy	41 599	tis. Kč
Provozná hodnota brutto	74 225	tis. Kč
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	35 342	tis. Kč
Provozná hodnota netto	38 883	tis. Kč
Neprovozný majetek k dátumu ocenenia	10 309	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa DCF	48 693	tis. Kč

Zdroj: vlastné spracovanie

Súčasná hodnota 1. fázy je súčtom korigovaných provozných výsledkov za roky 2009-2012. Súčasná hodnota 2. fázy je daná súčinom pokračujúcej hodnoty vypočítanej Gordonovým vzorcom a odúročiteľom diskontnej miery pre rok 2016. Výsledná hodnota podniku DCF metódou je 48 693 tis. Kč, teda súčtom provoznej hodnoty netto a neprovoznému majetku k dátummu ocenenia (pohládávka za odberateľa).

6 Ocenenie podniku majetkovou metódou

V rámci tejto kapituly sa ocení podniku substančnou a účtovnou metódou. **Substančná metóda** ocenenia aktív je nepriamou metódou určenia hodnoty podniku, kedy hodnoty všetkých aktív podniku sú určené oddelene s ohľadom na ich hodnotu v rámci tzv. "pokračujúceho podniku". Táto metóda preto vyžaduje oddelené ocenenie bežných, hmotných a nehmotných aktív.

Touto metódou sa určí hodnota každej uvedenej kategórie aktív pri použití najvhodnejších oceňovacích techník. Sčítaním hodnôt jednotlivých kategórií sa získa reálna hodnota všetkých aktív podniku. Ďalej je určená aktuálna hodnota všetkých záväzkov, krátkodobých i dlhodobých. Sčítaním všetkých aktuálnych záväzků sa získa reálna hodnota záväzkov podniku. Po odčítaní hodnôt aktív a záväzkov sa získa reálna tržná hodnota majetku podniku

Podľa **účtovnej metódy** sa čistý obchodný majetok vypočíta ako rozdiel medzi celkovým objemom aktív a záväzkov spoločnosti k rozhodnému dátumu. Majetok sa oceňuje v okamžiku obstarania v ocenení stanovenom v § 25 zákona o účtovníctve, tj. v zásade obstarávacími cenami, cenami obstarania, vlastnými nákladmi, nominálnou hodnotou a reprodukčnou obstarávacou cenou. Budúci dopad cenových zmien či pokles kúpnej sily peňazí sa neberie v úvahu. V prípade prudkého inflačného vývoja cien v ekonomike sa táto zásada nerešpektuje a v účtovníctve sa postupuje špeciálnymi účtovnými technikami (inflačné účtovníctvo).

Majetkové a záväzkové hodnoty spoločnosti sú pre účely ocenenia definované riadnou účtovnou uzávierkou. Ich precenenia sú vykonané v ďalšej časti.

6.1 Precenie aktív

Stále aktíva

Spoločnosť k dňu ocenenia evidovala stále aktíva v celkovej výške 277 195 tis. Kč. Prehľad jednotlivých položiek sa nachádza v tab. 46. Jediný rozdiel medzi účtovnou

metódou a substančnou sa nachádza v dopravných strojoch, ktoré sa precenili samostatne. Kvôli rozsahu precenenia sa v diplomovej práci nebude toto precenenie zobrazovať.

Tab. 46: Substančné ocenenie stálych aktív

Položka	Účtovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenenie (tis. Kč)
Dlhodobý nehmotný majetok - software	309	309
Dlhodobý hmotný majetok – stavby	259	259
Samostatné hmotné veci:		
- Stroje, prístroje, zariadenia	378	378
- Dopravné prostriedky	137 717	203 400
Obstaranie dlhodobého hmotného majetku	1 639	1 639
Dlhodobý finančný majetok – ostatné dlhodobé cenné papíry a podiely	1 274	1 274
Dlhodobý finančný majetok – podiely v ovládaných a riadených osobách	160	160
C e l k e m	141 736	207 419

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

Zásoby

Jedná sa o materiál v celkovej výške 9 454 tis. Kč. S ohľadom na charakter a obrátku zásob sa oceňujú zásoby plnou nominálnou hodnotou.

Tab. 47: Substančné ocenenie zásob

Položka	Účtovná hodnota (tis. Kč)	Substanční ocenění (tis. Kč)
Materiál	9 454	9 454
C e l k e m	9 454	9 454

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

Krátkodobé pohľadávky

Ide o oceňovanie skôr väčšieho množstva malých pohľadávok, ktoré rýchlo vznikajú aj zanikajú, preto sa neprecisujú detailne, ale skupinovo na základe ich lehoty do splatnosti. Samotné ocenenie prebieha tak, že sa jednotlivé hodnoty pohľadávok vynásobia podľa doby splatnosti koeficientami uvedenými v tab. 59.

Tab. 48: Precenenie pohľadávok

Po splatnosti	Celková částka	Koeficient	Znalecké ocenenie
do 30 dní	52 758 000 Kč	0,97	51 175 260 Kč
30 – 90 dní	8 653 000 Kč	0,91	7 874 230 Kč
90 – 180 dní	3 265 000 Kč	0,8	2 612 000 Kč
180 – 360 dní	14 300 000,00 Kč	0,61	8 723 000 Kč
nad 360 dní	10 000 000 Kč	0,32	3 200 000 Kč
Celkem	88 976 000 Kč		73 548 490 Kč

Zdroj: vlastné spracovanie

Po precenení krátkodobých pohľadávok sa tak môžu hodnoty zaradiť do substančného ocenenia. Prehľad rozdiel účtovnej hodnoty a substančného ocenenia prináša tab. 49.

Tab. 49: Substančné ocenenie krátkodobých pohľadávok

Položka	Účtovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenenie (tis. Kč)
Pohľadávky z obchodných vzťahov	86 213	73 548
Štát – daňové pohľadávky	9 168	9 168
Krátkodobé poskytnuté zálohy	437	437
Dohadné účty aktívne	5 981	5 981
Iné pohľadávky	786	786
Celkom	102 585	89 920

Zdroj: vlastné spracovanie

Spoločnosť k dňu ocenenia evidovala dlhodobé pohľadávky v celkovej výške 10 309 tis. Kč. Jedná sa o iné pohľadávky. Dlhodobé pohľadávky sa nepreceňujú.

Tab. 50: Substančné ocenenie dlhodobých pohľadávok

Položka	Účtovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenení (tis. Kč)
Iné pohľadávky	10 309	10 309
Celkom	10 309	10 309

Zdroj: vlastné spracovanie

Finančný majetok

Finančný majetok v celkovej výške 11 077 tis. Kč bol tvorený stavom bankovních účtov vo výške 7 558 tis. Kč a pokladná hotovosť vo výške 3 519 tis. Vzhľadom k charakteru tejto účtovnej položky sa všetok finančný majetok spoločnosti ocenil plnou účtovnou hodnotou.

Tab. 51: Substančné ocenenie finančného majetku

Položka	Účetovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenění (tis. Kč)
Peniaze v hotovosti	3 519	3 519
Peniaze na bežných účtoch	7 558	7 558
Celkom	11 077	11 077

Zdroj: vlastné spracovanie

Ostatné aktíva

Spoločnosť k dňu ocenenia evidovala ostatné aktíva vo výške 3 267 tis. Kč. Jedná sa o náklady budúcich období v celkovej výške 2 466 tis. Kč a príjmy budúcich období v celkovej výške 801 tis. Kč.

Tab. 52: Substančné ocenenie ostatných aktív

Položka	Účetní hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenění (tis. Kč)
Náklady budúcich období	2 466	2 466
Príjmy budúcich období	801	801
Celkom	3 267	3 267

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

6.2 Precenenie Pasív

Rezervy zákonné

Spoločnosť k rozhodnému dňu evidovala zákonné rezervy vo výške 1 825 tis. Kč. Jedná sa o ostatné rezervy. Prehľad je v tab. 53.

Tab. 53: Substančné ocenenie zákonných rezerv

Položka	Účetovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenenie (tis. Kč)
Ostatné rezervy	1 825	1 825
Celkom	1 825	1 825

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

Krátkodobé záväzky

Spoločnosť evidovala k dátumu ocenenia krátkodobé záväzky vo výške 35 662 tis. Kč. Vzhľadom k tomu že neboli známe žiadne skutočnosti, ktoré by znížovali, popr. zvyšovali hodnotu týchto záväzkov, ocenili sa vyššie uvedené záväzky plnou účtovnou hodnotou.

Tab. 54: Substančné ocenenie krátkodobých záväzkov

Položka	Účtovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenenie (tis. Kč)
Krátkodobé záväzky z obchodných vzťahov	22 390	22 390
Záväzky za zamestnancov	3 476	3 476
Záväzky zo sociálneho zabezpečenia a zdravotného poistenia	1 965	1 965
Štát – daňové záväzky a dotácie	896	896
Krátkodobé prijaté zálohy	21	21
Dohadné účty pasívne	55	55
Iné záväzky	6 859	6 859
Celkom	35 662	35 662

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

Dlhodobé záväzky

Spoločnosť evidovala k dátumu ocenenia dlhodobé záväzky v celkovej výške 70 462 tis. Kč. Jedná sa o záväzky z obchodných vzťahov v celkovej výške 60 002 tis. Kč a o odložený daňový záväzok v celkovej výške 10 460 tis. Kč.

Tab. 55: Ocenenie dlhodobých záväzkov

Položka	Účtovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenenie (tis. Kč)
Záväzky z obchodných vzťahov	60 002	60 002
Odložený daňový záväzok	10 460	10 460
Celkom	70 462	70 462

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

Bankovné úvery

Spoločnosť evidovala k dátumu ocenenia krátkodobé bankovné úvery a výpomoci v celkovej výške 35 342 tis. Kč.

Tab. 56: Substančné ocenenia bankovných úverov

Položka	Účtovná hodnota (tis. Kč)	Substančné ocenení (tis. Kč)
Krátkodobé bankovné úvery a výpomoci	35 342	35 342
Celkom	35 342	35 342

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

Ostatné pasíva

Spoločnosť k dátumu ocenenia evidovala ostatné pasíva v celkovej výške 3 454 tis. Kč. Jedná sa o výdaje budúcich období v celkovej výške 3 408 tis. Kč a výnosy budúcich období v celkovej výške 46 tis. Kč.

Tab. 57: Substančné ocenenie ostatných pasív

Položka	Účetní hodnota (tis. Kč)	Substanční ocenění (tis. Kč)
Výdaje příštích období	3 408	3 408
Výnosy příštích období	46	46
Celkem	3 454	3 454

Zdroj: Znalecký posudok, vlastné spracovanie

6.3 Rekapitulácia účtovnej, substančnej a výnosovej metódy

Pre účely stanovenia hodnoty spoločnosti pomocou metódy účtovnej je priekazná účtovná evidencia. Účtovná hodnota spoločnosti vyjadruje v nominálnom vyjadrení pôvodný rozsah investovaného kapitálu. Základom pre posúdenie a ocenenie je odsouhlasený stav k rozhodnému dátumu vedený v rozvahových položkách účtovníctva oceňovaného subjektu. Rekapitulácia oboch metód je v tab. 58.

Tab. 58: Porovnanie substančnej a účtovnej metódy

Majetek		Účtovné ocenenie (tis. Kč)	Substančné ocenenie (tis. Kč)
1.	Dlhodobý majetek	140 503	207 419
2.	Zásoby	9 454	9 454
3.	Krátkodobé pohľadávky	102 585	89 920
4.	Dlhodobé pohľadávky	10 309	10 309
5.	Krátkodobý finančný majetok	11 077	11 077
6.	Náklady budúcich období	2 466	2 466
7.	Príjmy budúcich období	801	801
a.	Majetok celkom	277 195	331 446
Závazky		Účtovné ocenenie (tis. Kč)	Substančné ocenenie (tis. Kč)
1.	Zákonné rezervy	1 825	1 825
2.	Krátkodobé záväzky	35 662	35 662
3.	Dlhodobé záväzky	70 462	70 462
4.	Bankovné úvery a výpomoci	35 342	35 342
5.	Ostatné pasíva	3 454	3 454
b.	Závazky celkom	146 745	146 745
c.	Čisté obchodní imanie (a – b)	130 450	184 701

Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe prevedeného ocenenia majetku a záväzků spoločnosti bola tržná cena spoločnosti stanovená účtovnou metódou vo výške k dátumu 31.12.2012 vo výške 130 450 tis. Kč. Substančnou metódou bola hodnota podniku stanovená vo výške 184 701 tis. Kč.

Prehľad konečných ocenení poskytuje Tab. 59.

Tab. 59: Prehľad výsledkov jednotlivých metód ocenenia

Rozhodné datum	Účtovná metóda ocenenia v tis. Kč	Substančná metóda ocenenia v tis. Kč	DCF metóda ocenenia v tis. Kč
K 31.12.2012	130 450	184 701 000	48 693

Zdroj: vlastné spracovanie

Použitými dielčimi metódami bolo dosiahnutých rozdielných výsledkov ocenenia. Každá z jednotlivých metód má pre investora alebo majiteľa určitú vypovedaciu schopnosť. Pre investora by bola vhodná výnosová metóda, keďže podáva obraz o výnosovom potenciále podniku do budúcnosti. Pre majiteľa firmy by bola ideálna substančná metóda, ktorá predstavuje hodnotu nákladov na znovuoživenie podniku v jeho súčasnom stave.

Záver

Cieľom práce bolo porovnať jednotlivé metódy v rámci českej legislatívy teoreticky a napokon aj pri ocenení vybraného podniku ABC, s.r.o.,. Ďalšou úlohou bolo objasniť význam finančnej analýzy ako nástroja pri oceňovaní podniku.

Práca bola rozčlenená na niekoľko teoretických častí a záverečnú praktickú časť. V teórii sa sústredila na charakteristiku všetkých dostupných metód: výnosovej, majetkovej, kombinovanej a komparačnej. Ich charakteristika, postup a následné výhody a nevýhody umožnili ich porovnanie a stanovili, pri akých udalostiach sa môžu jednotlivé metódy využívať.

Účtovné ocenenie má v mnohých prípadoch len pomocný charakter a je v praxi zanedbateľné. Za predpokladu, že by sa účtovná hodnota položiek rovnala skutočnej hodnote položiek, by účtovné ocenenie našlo uplatnenie aj v praxi.

Likvidačná hodnota je vhodná na použitie pre podniky určené k likvidácii. V práci sa likvidačnou metódou práve kvôli tomuto dôvodu podnik neoceňoval. U ostatných podnikov, ktoré prosperujú alebo majú budúcnosť neistú môže tvoriť akúsi dolnú medz, pod ktorú by hodnota ocenenia nemala klesnúť.

Substančná hodnota nemá sama o sebe viditeľný význam až na jednu výnimku, ktorá súvisí so zmenou podnikateľskej činnosti podniku. Strategický investor, ktorý má konkrétny zámer investovať môže využiť túto metódu z dôvodu toho, že mu vyjadrí úspory obstarávacích nákladov. Náklady je však potrebné znížiť o substančnú hodnotu, ktorú tento strategický investor nemôže využiť. Úplná substančná hodnota slúži teoreticky pre horný limit ocenenia. V prípade oceňovaného podniku ABC, s.r.o., tak substančná hodnota znamená, že za podnik by nemal nikto zaplatiť viac ako 184 701 tis. Kč.

Metódy DCF, EVA sú najčastejšie hlavným východiskom pre ocenenia podnikom, ktoré prosperujú. Súčasné použitie DCF, EVA, APV alebo variánt týchto metód sa nedoporučuje, kvôli rovnosti ich výsledkom, no môže to však zároveň slúžiť ako overenie správnosti výslednej hodnoty.

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov je v praxi využívaná v prípade, že sa budúce peňažné toky ťažko predvídajú. Metóda tržného porovnania (komparačná metóda) by mala byť základom pre stanovenie tržnej hodnoty. Jej význam však závisí od presnosti a spoľahlivosti tržných údajov, z ktorých sa vychádza.

Ďalšou úlohou teoretickej časti bolo objasnenie významu finančnej analýzy. Finančná analýza tvorí dôležitý krok pri posudzovaní finančného zdravia a tvorení finančného plánu. V práci boli charakterizované možné spôsoby určenia zdravia podniku pomocou širokej škály možností. Je na oceňovateľovi, aby súvislosti medzi ukazovateľmi bral zo širšieho pohľadu a nie ako na jednotlivé čiernobiele hodnoty.

V praktickej časti bolo úlohou využiť teoretické poznatky a oceniť podnik podľa zadania. Pri oceňovaní sa použili tri metódy – účtovná, substančná a výnosová. Pred ocenením výnosovou metódou však bola prevedená strategická analýza, ktorá podniku určuje jeho potenciál do budúcnosti na trhu, na ktorom pôsobí. Táto časť je dôležitá z toho dôvodu, že oceňovateľovi pomáha určiť budúcnosť podniku a tak mu aj naznačuje či výnosovou metódou bude môcť podnik oceniť. Po strategickej a finančnej analýze sa určili generátory hodnôt, ktoré formovali ďalší výpočet výnosovej metódy. Po určení všetkých faktorov a po výpočte výnosovej metódy bola práca doplnená o účtovnú a substančnú metódu ocenenia, čo poskytuje ich vzájomné porovnanie v praxi.

Zoznam použitej literatúry

Citácie priame

MAŘÍK, M. a kol., 2003. *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2003, s. 31. ISBN 80-86119-57-2.

SEDLÁČEK, J., 2011. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer press, a.s., 2011, s. 3. ISBN 978-80-251-3386-6.

Citácie nepriame

DLUHOŠOVÁ, D., *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. Vyd. Praha: Ekopress, 2006, s. 150-158 . ISBN 80-86119-58-0.

HOLMAN, R., *Ekonomie*. Praha: C. H. Beck, 1999, s.726. ISBN 80-7179-255-1.

KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 166-174. ISBN 80-7179-529-1.

KNAPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., *Finanční analýza*. Praha: Grada Publishing, 2011, s. 100-103. ISBN978-80-247-3349-4.

MAŘÍK, M., *Oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 1996, s. 111. ISBN 80-90191-1-9.

MAŘÍK, M., *Metody Oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2003, s. 143-160. ISBN 80-86119-09-2.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005, s. 164. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍK, M., KRABEC, T., *K objektivnosti tržní hodnoty*. In *Acta Oeconomica Pragensia: Současné problémy oceňování podniku*, Praha: Oeconomica, 2006, s. 9-22. ISBN 0572-3043.

MAŘÍK, M. a kol., *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2007, s. 492. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Praha: Ekopress, 2011, s. 3-22. ISBN 978-80-86929-80-4.

SABOLOVIČ, M., *Stanovení hodnoty podniku*. 1. vyd. Brno: Ediční středisko Mendelovy univerzity v Brně, 2011, s. 10-22. ISBN 978-80-7375-503-4.

SEDLÁČEK, J., *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press, 2011, s. 56-68. ISBN 978-80-251-3386-6.

SOJKA, M., *Dějiny ekonomických teorií*. Praha: Nakladatelství Karolinum, 2000, s. 298. ISBN 80-7184-991-X.

ZAZVONIL, Z., *Oceňování nemovitostí na tržních principech*. Praha: Ceduk, 1996, s. 173. ISBN 80-902109-0-2.

Bibliografie

Ceny [online]. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2013 [vid. 2013-04.29]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-grafy-C2.pdf (pro online zdroje).

DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley, 2002. ISBN 0-471-41490-5.6.

DAMODARAN, A. Country default spreads and risk premiums [online]. New York: New York University, 2013 [vid. 2013-04-30]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> (pro online zdroje).

DLUHOŠOVÁ, D., 2006. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. Vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.

DUŠEK, J., *Jak se vyhnout chybám v účetnictví*. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3539-9.

Ekonomický výkon [online]. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2013 [vid. 2013-04-29]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-grafy-C1.pdf (pro online zdroje).

FOTR, J. a I. SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3293-0.

HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. 1. vyd. Bratislava: DonauMedia, 2009. ISBN 978-80-89364-07-7.

HOLMAN, R., *Ekonomie*. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-255-1.

KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

KNAPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., *Finanční analýza*. Praha: Grada Publishing, 2011, s. 100-103. ISBN 978-80-247-3349-4.

KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. vyd. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010. ISBN 978-0-470-42464-3.

KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha., 2009. ISBN 978-247-2865-0.

JAHODOVÁ, L., Empirický výzkum zkoumající klíčové otázky v rámci oceňování podniku. *Oceňování*. 2008, 2, 22-35. ISSN 1803-0785.

JANISZEWSKI, S., 2011. How to Perform Discounted Cash Flow Valuation? *Foundations of Management*. [online]. Varšava: Versita, 2011, roč. 3, č. 1, s. 81 [vid. 2013-05-01]. ISSN 20807279. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/1322338264?accountid=17116>.

MAŘÍK, M., *Oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 1996. ISBN 80-90191-1-9.

MAŘÍK, M., *Metody Oceňování podniku*. Praha. Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-09-2.

Mařík, Miloš. [Kap.] 2., Faktor času a rizika. In: Mařík, M., *Metody oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍK, M., KRABEC, T., *K objektivnosti tržní hodnoty*. In *Acta Oeconomica Pragensia: Současné problémy oceňování podniku*, Praha: Oeconomica, 2006. ISBN 0572-3043.

MAŘÍK, M. a kol., *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

- MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MRKVIČKA, J., KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-7357219-28.
- Registrace vozidel v ČR* [online]. Praha: Svaz dovozce automobilu, 2010 [vid. 2013-04-30]. Dostupné z: <http://portal.sda-cia.cz/statr/2013-4.ktgOAm.CZ.html> (pro online zdroje).
- SABOLOVIČ, M., *Stanovení hodnoty podniku*. 1. vyd. Brno: Ediční středisko Mendelovy univerzity v Brně, 2011. ISBN 978-80-7375-503-4.
- SEDLÁČEK, J., *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
- SKÁLOVÁ, J., *Podvojný účetnictví 2013*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4633-3.
- SOJKA, M., *Dějiny ekonomických teorií*. Praha: Nakladatelství Karolinum, 2000. ISBN 80-7184-991-X.
- SYNEK, M., KISLINGEROVÁ, E. *Podniková ekonomika*, C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-336-3.
- TANZI, G. and JILL, A.T., 2006. PRACTICE VALUATION - using Discounted Cash Flow Methodology. *Dental Economics* [online]. Tulsa: PennWell Corporation, 2006, roč. 96, č. 10, s. 116-122 [vid. 2013-05-01]. ISSN 00118583. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/209812729?accountid=17116>.
- VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-01-9.
- VLACHYNSKÝ, K. a kol. *Podnikové finance*. Bratislava: Iura edition, 2006. ISBN 80-8078-029-3.
- Vývoj prodeje automobilu v ČR* [online]. Praha: PwC Consulting, 2013 [vid. 2013-05-02]. Dostupné z: http://www.autoweek.cz/statistiky-predikce_prodeje_aut_v_cr-2755 (pro online zdroje).
- ZAZVONIL, Z., *Oceňování nemovitostí na tržních principech*. Praha: Ceduk, 1996. ISBN 80-902109-0-2.

ZELENKA, V., *Goodwill. Princípy vykazování v podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-22-1.

Zoznam príloh

Príloha A

Príloha B

Príloha C

Príloha D

Príloha A

Rozvaha – Akíva v tis. Kč					
	Položka	2009	2010	2011	2012
	AKTÍVA CELKOM	443 599	323 968	296 426	277 195
B.	Dlhodobý majetok	295 977	190 958	164 850	140 503
B.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	67	28	0	309
B.I.3.	Software	67	28	0	309
B.II.	Dlhodobý hmotný majetok	295 750	189 496	163 416	138 760
B.II.1.	Pozemky	13 489	0	0	0
B.II.2.	Stavby	58 131	317	288	259
B.II.3.	Samostatné hmotné veci	217 396	181 274	161 986	136 862
B.II.7.	Nedokončený dlhodobý majetok	6 734	7 905	1 142	1 639
B.III.	Dlhodobý finančný majetok	160	1 434	1 434	1 434
B.III.1.	Podiely v ovládaných a riadených osobách	160	160	160	160
B.III.3.	Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely	0	1 274	1 274	1 274
B.III.5.	Jiný dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiava	144 411	131 329	129 144	133 425
C.I.	Zásoby	9 598	8 316	8 826	9 454
C.I.1.	Materiál	8 629	8 313	8 826	9 454
C.I.5.	Zboží	969	3	0	0
C.II.	Dlhodobé pohľadávky	2 086	9 350	9 818	10 309
C.III.	Krátkodobé pohľadávky	103 327	79 769	97 089	102 585
C.III.1.	Pohľadávky z obchodných vzťahov	90 658	74 818	82 662	86 213
C.III.6.	Štát - daňové pohľadávky	2 263	1 382	10 948	9 168
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	625	326	412	437
C.III.8.	Dohadné účty aktivné	9 519	2 611	2 617	5 981
C.III.9.	Iné pohľadávky	262	632	450	786
C.IV.	Krátkodobý finančný majetok	29 400	33 894	13 411	11 077
C.IV.1+2.	Peniaze a účty v bankách	29 400	33 894	13 411	11 077
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papiere a podiely	0	0	0	0
D.	Časové rozlíšenie	3 211	1 681	2 432	3 267
D.I.1.	Náklady budúcich období	3 207	1 571	846	2 466
D.I.3.	Príjmy budúcich období	4	110	1 586	801

Príloha B

	Rozvaha - Pasíva				
	Položka	2009	2010	2011	2012
	PASÍVA CELKOM	443 599	323 968	296 426	277 195
A.	Vlastný kapitál	106 776	123 793	126 001	130 450
A.I.	Základný kapitál	100	100	100	100
A.II.	Kapitálové fondy	-15 873	0	0	0
A.III.	Fondy zo zisku	20	20	20	20
A.III.1.	Zákonný rezervný fond	20	20	20	20
A.IV.	Výsledok hospodarenia minulých rokov	112 221	119 029	123 673	125 881
A.V.	Výsledok hospodarenia bež. úč. obdobia (+/-)	10 308	4 644	2 208	4 449
B.	Cudzie zdroje	336 757	193 440	165 683	143 291
B.I.	Rezervy	0	0	988	1 825
B.II.	Dlhodobé záväzky	293 181	164 619	111 886	70 462
B.II.1.	Záväzky z obchodných vzťahov	206 691	156 172	102 911	60 002
B.II.2.	Záväzky - ovládajúca a riadiaca osoba	76 420	0	0	0
B.II.10.	Odložený daňový záväzok	10 070	8 447	8 975	10 460
B.III.	Krátkodobé záväzky	43 576	28 821	27 120	35 662
B.III.1.	Záväzky z obchodných vzťahov	20 751	22 522	20 052	22 390
B.III.5.	Záväzky k zamestnancom	4 101	3 559	3 764	3 476
B.III.6.	Záväzky zo sociál. zabezpečenia a zdrav. poj.	1 832	1 861	2 138	1 965
B.III.7.	Štát - daňové záväzky a dotácie	609	317	937	896
B.III.8.	Krátkodobé prijaté zálohy	245	2	11	21
B.III.10.	Dohadné účty pasívne	96	104	85	55
B.III.11.	Iné záväzky	15 942	456	133	6 859
B.IV.	Bankovné úvery a výpomoci	0	0	25 689	35 342
B.IV.1.	Bankovní úvery dlhodobé	0	0	0	0
B.IV.2.	Krátkodobé bankovné úvery	0	0	25 689	35 342
C.	Časové rozlíšenie	66	6 735	4 742	3 454
C.I.1.	Výdaje budúcich období	66	6735	4742	3408
C.I.2.	Výnosy budúcich období	0	0		46

Príloha C

Výsledovka v tis. Kč						
		Položka	2009	2010	2011	2012
I.		Tržby za prodej tovaru	1 090	46	25	1 557
	A.	Náklady vynaložené na predaný tovar	1 104	46	25	1 587
+		Obchodná marža	-14	0	0	-30
II.		Výkony	563 681	465 022	437 622	456 058
II.1.		Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	543 472	446 668	423 502	437 545
II.3		Aktivácia	20 209	18 354	14 120	18 513
	B	Výkonová spotreba	363 736	277 759	280 731	280 072
		Spotreba materiálu a energie	200 362	152 237	161 580	171 188
		Služby	163 374	125 522	119 151	108 884
+		Pridaná hodnota	199 931	187 263	156 891	175 956
	C.	Osobné náklady	102 523	76 322	75 735	79 310
	C.1.	Mzdové náklady	74 856	56 699	55 651	58 602
	C.3.	Náklady na sociál. zab. a zdrav. poj.	27 323	17 913	18 732	19 551
	C.I.4.	Sociálne náklady	344	1 710	1 352	1 157
	D.	Dane a poplatky	45 390	47 926	52 701	53 468
	E.	Odpisy DNM a DHM	34 258	34 654	27 289	26 823
III.		Tržby z predaja DM a materiálu	3 424	1 324	1 963	709
	F.	Zostatková cena predaného DM a materiálu	1 507	443	666	680
	G.	Zmena stavu rezerv a opravných položek	-11 592	3 797	-1 763	2 577
IV.		Ostatné provozné výnosy	18 404	8 150	13 511	16 542
	H.	Ostatné provozné náklady	19 765	16 586	14 358	14 321
*		Provozný výsledok hospodárenia	29 908	17 009	3 379	16 028
VI.		Tržby z predaja cenných papierov	0	85 731	0	0
	J.	Predané cenné papiere	0	72 203	0	0
	L.	Náklady z precenenia cenných papierov a derivátov	0	424	0	0
X.		Výnosové úroky	92	93	481	495
	N.	Nákladové úroky	4 254	3 878	600	834
XII.		Ostatné finančné výnosy	33 941	29 317	24 368	10 766
	O.	Ostatné finančné náklady	45 884	50 538	24 892	22 605
*		Finančný výsledok hospodárenia	-16 105	-11 902	-643	-12 178
	Q.	Daň z príjmu za bežnú činnosť	3 495	463	528	1 485
**		Výsledok hospodárenia za bežnú činnosť	10 308	4 644	2 208	2 365
XIII.		Mimoriadne výnosy	0	0	0	2 084
*		Mimoriadný výsledok hospodárenia	0	0	0	2 084
***		Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	10 308	4 644	2 208	4 449
		Výsledok hospodárenia pred zdanením	13 803	5 107	2 736	5 934

Príloha D

Investície do dlhodobého majetku	2012	2013	2014	2015	2016	Invest. Celkom
Nehmotný majetok						
Pôvodné odpisy	76	76	233			
zostatková hodnota	309	233	0	0	0	
Nový investície netto		100	100	100	0	300
investície brutto		176	377	238,25	198	
obstar. hodnota k 31. 12.		176	553	791	989	
odpisy (1/4 z obstar. ceny)		0	44	138	198	
Celkom odpisy	76	76	277	138	198	
zostatková hodnota	309	409	509	609	609	
Stavby						
Pôvodné odpisy	30	30	30	30	30	
zostatková hodnota	259	229	199	169	139	
Nový investície netto		500	500	500	500	2 000
investície brutto		530	548	566	585	
obstar. hodnota k 31. 12.		530	1 078	1 644	2 228	
odpisy (1/30 z obstar. hodnoty k 1.1.)		0	18	36	55	
Celkom odpisy	30	30	48	66	85	
zostatková hodnota	259	759	1 259	1 759	2 259	
Samostatné hmotné veci						
Pôvodný: odpisy	26 717	26 717	26 717	26 717	26 717	
zostatková hodnota	136 862	110 145	83 428	56 711	29994	
Nový investície netto		2 000	2 000	3 000	3 000	10 000
investície brutto		28 717	33 503	40 087	46 768	
obstar. hodnota k 31. 12.		28 717	62 220	102 307	149 075	
odpisy (1/6 z obstar. hodnoty k 1.1.)		0	4 786	10 370	17 051	
Celkom odpisy	26 717	26 717	31 503	37 087	43 768	
zostatková hodnota	136 862	138 862	140 862	143 862	146 862	